

Valutaunioner

En diskusjon over grunnlagsproblemer

Jarle Ludolf Høiberget



Masteroppgave, Økonomisk Institutt

UNIVERSITETET I OSLO

10.01.13

Valutaunioner: En diskusjon over grunnlagsproblemer.

© Jarle Ludolf Høiberget

2013

Valutaunioner: En diskusjon over grunnlagsproblemer

Jarle L. Høiberget

<http://www.duo.uio.no/>

Trykk: Reprosentralen, Universitetet i Oslo

Sammendrag:

Etterkrigslitteraturen rundt valutaunioner dreier seg i høy grad om den europeiske monetære unionen. Denne oppgaven utforsker den første helt grunnleggende debatten rundt valutaunioner på 1960- og 1970-tallet. Oppgaven er delt inn i fire kapitler. De tre første kapitlene diskuterer detaljert de mest sentrale bidragene i denne første fasen. Det siste kapitlet er et kapittel hvor noen sentrale økonomiske teorier fra den første fasen evalueres opp mot nyere faglige bidrag. Spesielt kom det en ny bølge med forskning da europeisk økonomisk integrasjon skjøt fart mot slutten av 1980-tallet. På 1990-tallet kom det en stor mengde viktige bidrag hvor 20-års rivende utvikling av økonomifaget ble inkorporert i litteraturen.

Robert Mundell er trolig økonomifagets mest framstående talsperson for økonomisk integrasjon og valutaunioner. Mundell innleder en ny debatt i 1961 med den berømte ‘A Theory of Optimum Currency Areas’. Artikkelen er bokstavelig talt grensesprengende: Tidligere ble det nærmest tatt for gitt at et valutaområde skulle være et geografisk område bestemt av politiske grenser. Unntakene var selvsagt kolonier og små stater, disse anvendte gjerne en stormakts valuta. Mundell vil at valutaområdets størrelse og utbredelse skal styres av økonomiske og *ikke* politiske kriterier. Debatten i kjølvannet av Mundells 1961 artikkel dreide seg om hvilke økonomiske kriterier som skulle vektlegges. Og hvordan de ulike kriteriene skulle veies og vurderes i forhold til hverandre. Debatten rundt disse kriteriene fikk fram hvor vanskelig det er å komme med sikre konklusjoner om det optimale valutaområdets størrelse. Kriteriene viste seg å være inkonsistente, inkonklusive og vanskelige å måle. Harry Johnson, Mundells samarbeidspartner på Chicago universitetet, sier i 1969 om den første debatten at den er for komplisert og uoversiktlig til at den kan være opplysende.

Etter at Werner-rapporten i 1970 anbefaler for EF-kommisjonen å arbeide for en langt tettere europeisk økonomisk integrasjon, oppstod det en ny teoretisk fase på starten av 1970-tallet. Dette var en periode hvor man i stedet for å anvende kriterier forsøkte å veie kostnadene og fordelene ved en mulig europeisk valutaunion opp mot hverandre. John Fleming produserer et viktig bidrag i 1971, ‘On Exchange Rate Unification’. Fleming mener kostnadene ved bortfallet av det nominelle valutakursinstrumentet og den monetære politikken for et land i en valutaunion kan deles i to hovedkategorier. Den første kategorien oppstår ved *statiske eksterne sjokk*. Dette kan være kortvarige eller permanente endringer av handelsvilkår. Den andre kategorien oppstår ved *ulik dynamisk intern kostnadsutvikling* i deltagende land. Lønns- og prisveksten varierer blant annet med det nasjonale foretrukne nivået på arbeidsledighet. Et

land som deltar i en europeisk valutaunion og som utsettes for asymmetriske sjokk eller har en relativt høyere intern kostnadsutvikling, vil måtte tåle store kostnader i form av ekstra arbeidsledighet. Disse kostnadene blir veldig store om lønns- og prisleksibiliteten og faktormobiliteten er lav internt i og mellom valutaunionenes deltakerland. Valutakursendringer blir unødvendige om lønninger og priser er fullt fleksible. Valutakursendringer blir ubrukelige om reallønninger er helt rigide. Flemings analyse baserte seg på eksistensen av nominell lønnsrigiditet, dvs valutakursendringer ville kunne endre reallønnen. Følgelig ville valutakursendringer kunne regulere aktivitetsnivået i økonomien langs en Phillipskurve. Fleming og flertallet av samtidige økonomer konkluderer med at kostnadene ved å oppgi nasjonal monetær politikk til fordel for en felles europeisk valuta, vil bli for store.

I samme periode jobber Mundell for å forklare fordelene ved en valutaunion. Mundell utvikler rundt 1960 et berømt økonomisk aksiom, kalt 'Mundells trilemma'. Dette aksiomet viser at av de tre ønskelige økonomiske målene; faste valutakurser, selvstendig nasjonal monetær politikk og perfekt internasjonal kapitalmobilitet, kan bare to oppnås samtidig. Mundell brøt tidlig på 1960-tallet med keynesianerne som prioriterte faste kurser og selvstendig monetær politikk rettet inn mot å understøtte finanspolitikken. Mundell brøt på slutten av 1960-tallet med hovedgrenen av monetaristene som ønsket selvstendig regelbasert monetær politikk og høyest mulig kapitalmobilitet. I 1970 legger han fram en tredje vei som han selv foretrekker, 'Uncommon Arguments for Common Currencies'. Her forklarer han fordelene felles valuta og kapitalmarkedsintegrasjon vil ha. Felles valuta forutsetter en viss grad av kapitalmobilitet mellom kandidatland. Men felles valuta vil endogent sørge for full kapitalmarkedsintegrasjon, samt forbedret integrasjon i andre markeder. Det mest nærliggende er selvsagt å tenke på økt handel og økt omfang av investeringer internt i valutaunionen. Men Mundell poengterer at en valutaunion forhindrer landene fra å misligholde innbyrdes investeringer gjennom devalueringer (eller overraskende depresieringer). Store reservebeholdninger i dollar vil kunne frigjøres. Realinvesteringer som kan øke Europas vekstevne versus USA's, vil kunne øke. Videre vil et integrert kapitalmarked kunne reallokerer kostnader ved tilfeldige asymmetriske sjokk over tid. Følgelig vil konjunktursvingningene jevne seg ut.

Planene for en valutaunion i Europa døde hen med Bretton Woods samarbeidet på begynnelsen av 1970-tallet. En lengre periode med inflasjon, valutakursvolatilitet og stagnasjon fulgte i store deler verdensøkonomien. Midt på 1980-tallet oppstod det en erkjennelse i europeiske politiske miljøer at utøvelse av nasjonal økonomisk politikk var blitt vanskeligere på grunn av at blant annet handel og teknologi hadde knyttet landene langt

sterkere sammen enn bare 10-15 år tidligere. Planene for en felles valuta gjenoppstod. Delors-rapporten fra 1989 anbefaler på ny for kommisjonen økonomisk integrasjon som vil lede fram til en europeisk valutaunion. Emerson m.fl. legger i 1992 fram en omfattende cost-benefit-analyse; 'One Market, One Money: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union'. Analysen konkluderer med at gevinstene vil være større enn kostnadene. Dette skyldes veldig mye at forfatterne regner med at valutaunionen endogent vil føre med seg forbedringer både i forhold til arbeidsmarkedsfleksibilitet, faktormarkedsintegrasjon og selvsagt vare- og tjenestemarkedsintegrasjon.

I løpet av ca 20 år ble også mange av de faglig økonomiske hindringene fra 1970-tallet fjernet. Imidlertid; nye problemstillinger dukket opp på 1990-tallet. Phillipskurven som blant annet Flemings analyser bygger på gjelder ikke lenger. Phillipskurve-analysen må utvides med en variabel for forventet inflasjon. Dette fordi lønnssetterne forhandler om hva de forventer at reallønnen vil bli. Perfekt forventede endringer i makroøkonomisk politikk vil overhodet ikke føre til et høyere aktivitetsnivå i økonomien, ei heller på kort sikt. Det finnes altså heller ingen kortsiktig stabil mulig avveining mellom inflasjon og arbeidsledighet. Det er umulig å flytte aktivitetsnivået i økonomien særlig lenge utover langsiktig likevekt. Når handlingsrommet for egen nasjonaløkonomisk politikk er betydelig redusert, faller også kostnadene ved en valutaunion. Videre ble det antatt at høyinflasjonsøkonomier kunne erverve seg en lavinflasjonsøkonomis troverdige monetære regler ved inntreden i en valutaunion. Dette ved at valutaunionen erverver seg lavinflasjonsøkonomiens troverdige monetære politikk. "Svake" regjeringer kan ikke lenger forvente å bli bistått med depresieringer ved overdrevent nasjonal ekspansiv finanspolitikk i en valutaunion.

Men om sentralbanken i unionen fører en for kontraktiv eller ekspansiv politikk, vil dette fortsatt være svært uheldig for land i motsatt ende av konjunkturforløpet. Dette er en viktig erkjennelse for tidligere høyinflasjonsland, da EMU er utformet etter mønster av den sterkt anti-inflatoriske Bundesbank. Videre ble det bemerket at integrasjonen i vare og tjenestemarkedene var for dårlig til at inflasjonen i EMU-landene kunne være tilnærmet identisk. For land som opplever et asymmetrisk positivt sjokk vil forankringens rente i utgangspunktet være for lav. Dette blir forverret av at inflasjon gjør realrenten negativ for disse landene. Frigjøringen av enorme reserver medførte i tillegg stor kreditt-tilgang for tidligere høyinflasjonsland. Sannsynligheten for kortsiktig overekspansjon øker også når land kan anta at andre deltakerland kommer til å ta deler av justeringskostnadene i etterkant av ekspansjonen.

Forord:

Jeg vil takke min veileder, professor Steinar Holden, for meget stor tålmodighet og utholdenhet med meg under arbeidet med dette prosjektet. Jeg vil også takke Steinar for skarpsindige faglige kommentarer. Uten disse kommentarene hadde jeg aldri kommet så dypt inn i den faglige materien som jeg faktisk kom. Steinar var også til stor hjelp i forhold til utformingen av denne teorioppgaven over et nesten uoverkommelig stort tema. Alle feil og mangler i denne oppgaven er selvsagt allikevel ene og alene mitt ansvar. Jeg vil også takke studiekonsulent Ingunn Skjerve for å ha vært veldig behjelpelig med gode løsninger underveis i arbeidet med dette prosjektet.

Jeg dedikerer denne oppgaven til min mor som døde under tragiske omstendigheter mens jeg jobbet med oppgaven. Dessverre fikk jeg aldri fortalt henne at jeg ble ferdig med mastergraden.

Oslo, 10.01.13. Jarle L. Høiberget

Innholdsfortegnelse:

1. Innledning	s. 1
2. Teorien om Optimale Valutaområder (OCA-teorien)	s. 4
2.1. Opprinnelsen til OCA-teorien	s. 4
2.1.1. Betalingsubalansene under Bretton Woods systemet	s. 4
2.1.2. Mundells forståelse av Optimale Valutaområder	s. 6
2.2 OCA-egenskapene	s. 8
2.2.1. Lønns- og prisfleksibilitet og faktormobilitet	s. 8
2.2.2. McKinnons bidrag til OCA-teorien	s. 9
2.2.3. Kenens kritikk av Mundell	s. 10
2.2.4. Kenens diversifiserings-egenskap	s. 11
2.2.5. Andre OCA-egenskaper	s. 13
2.3. Problemene med OCA-teorien	s. 16
2.3.1. Inkonklusive, inkonsistente og ikke-målbare OCA-egenskaper ...	s. 16
2.3.2. Flemings og Cordens kritikk av Optimalitetsforståelsen	s. 17
2.4. Oppsummeringer	s. 19
3. Om kostnadene ved en valutaunion	s. 20
3.1. Om stabiliseringspolitikk	s. 20
3.1.1. Monetær politikk	s. 20
3.1.2. Implikasjoner av stor kapitalmobilitet og liten arbeidskraftsmobilitet	s. 22
3.1.3. Tre punkter om finanspolitikken i en valutaunion	s. 24
3.2. Et 70-talls perspektiv på ulik regional kostnadsutvikling	s. 27
3.2.1. Phillipskurven	s. 27
3.2.2. Utgangspunktet for Fleming og Cordens analyse av kostnader ved en valutaunion	s. 29
3.2.3. Problemene ved ulik regional kostnadsutvikling	s. 31
3.2.4. Ulik regional kostnadsutvikling og faktormobilitet	s. 33
3.3. Oppsummeringer	s. 34
4. Om fordelene ved en valutaunion	s. 36
4.1. Mulige fordeler for investeringer og handel	s. 36
4.1.1. Mindre valutakursrisiko og lavere internasjonale transaksjonskostnader	s. 36
4.1.2. Prisstabilitet og McKinnons argumentasjon	s. 37
4.2. En kritisk diskusjon av gevinstene	s. 38
4.2.1. Vilkår for at felles valuta kan gi prisstabilitet	s. 39
4.2.2. Valutaunion som hinder mot destabiliserende spekulasjon	s. 40
4.2.3. Mulighetene for en mer effektiv og stabiliserende allokering av kapital	s. 42
4.3. Mundells 70-talls bidrag	s. 45
4.3.1. Problemene med fleksible valutakursregimer (i Vest-Europa)	s. 45
4.3.2. Kapitalmarkedsintegrasjon og felles valuta	s. 48
4.3.3. Reduserte reservebehov og bedre økonomiske avkastningsmuligheter	s. 51
4.3.4. Litt om fiskal integrasjon, felles markeder og valutaunion i Europa	s. 53
4.4. Oppsummeringer	s. 55

5. Implikasjoner av senere makroøkonomiske bidrag.....	s. 56
5.1. Den vertikale langsiktige Phillipskurven og politisk ineffektivitet	s. 57
5.1.1. Et monetaristisk utgangspunkt - Laidler Modellen	s. 57
5.1.2. Revurderingen av Flemings og Cordens kostnadsanalyse	s. 58
5.1.3. Monetaristiske fortolkninger av inflasjonsproblemet (i Vest-Europa)	s. 61
5.1.4. Troverdige inflasjonsmål og arbeidsmarkedsfleksibilitet	s. 63
5.2. Valutakursmål versus inflasjonsmål	s. 66
5.2.1. Litt grunnleggende om monetære regler	s. 66
5.2.2. Effektiviteten av endogene valutakursendringer under et inflasjonsmål	s. 69
5.2.3. Om problemene valutakursmål og integrerte kapitalmarkeder kan medføre	s. 73
6. Sammendrag og konklusjoner	s. 78
6.1. Den første fasen med OCA-teorien på 1960-tallet	s. 78
6.2. Cost-Benefit fasen på 1970-tallet	s. 80
6.3. Noen avsluttende merknader	s. 83
7. Litteratur	s. 85

1. Innledning.

En av de fremste pådriverne for europeisk monetær integrasjon, canadieren Robert Mundell, legger i 1970 fram en ganske omfattende plan for en felles europeisk valuta. Artikkelen 'A Plan for a European Currency' ble publisert først i 1973 (McKinnon 2010). Mundell (1973b) skriver at en felles europeisk valuta ikke er noen ny ide, tvert imot. Romerske og bysantinske (øst-romerske) gullmynter tjente som felles valuta fra antikken til middelalderen. Det kan ikke være tvil om disse gullmyntenenes betydning i forhold til å utvikle handelssamkvem innad i Europa, men også langt utover Europas grenser. Gullmyntene innebar at alle handelsvarer kunne tilegnes en pris, dvs angitt i en bestemt andel av pengeenheten. Dette senket transaksjonskostnadene mye. Det var ingen usikkerhet rundt pengeenhetens verdi, følgelig kunne prisen i transaksjonen lett avtales. Imidlertid; det tredje korstoget innebar at Konstantinopel, Bysants hovedstad, ble stormet i år 1204 e.Kr.. Følgelig mistet Bysants mye av tilliten landet hadde som politisk stormakt i Europa. Bysants tilbakegang førte også til at tilliten til myntenheten forsvant. Bysants ble nå identifisert som for svakt militært, politisk og økonomisk til å kunne være en garantist og utsteder av gullmyntene. De andre europeiske landene begynte å produsere egne mynter (Mundell 1973b).

Gullstandarden som gjaldt fram til 1930-tallet, var egentlig et inflasjonsmål hvor de nasjonale pengeenhetenes verdier ble knyttet til prisen på en vare, nemlig gull. Men opprinnelig var gullstandarden adoptert av noen få land som en ren pengeenhet på grunn av en slik pengeenhets overlegne praktiske nytte i forbindelse med transaksjoner. Informasjonen i den felles pengeenheten senket transaksjonskostnadene mellom handelspartnere nok til at gull framstod som et optimalt kooperativ betalingsmiddel for transaksjoner mellom partnerne (Mundell 1973b). Friedman og Mundell (2001) forklarer gullstandardens fall med flere ting. En ting var selvsagt problemene som oppstod i mellomkrigstiden; problemene oppstod i høy grad på grunn av inflasjonen under første verdenskrig. Men så var det flere problemer som fikk utvikle seg over tid. Fra første halvdel av 1800-tallet vokste de industrialiserte landene svært raskt. Dette betydde at mengden gull i mindre grad kunne produseres i samme takt som økonomiene vokste. Storbritannia som ledende verdensmakt kunne benytte pundet som en mye billigere erstatning. Dvs utmyntingsgevinsten for de nasjonale valutaene ble mye høyere enn for gull. I tillegg var produksjonen av gull ujevn og lokalisert til noen få land. Noe som innebar sikkerhetsproblemer rundt tilførselen.

Bretton Woods samarbeidet var et internasjonalt monetært samarbeid som oppstod i kjølvannet av 2. verdenskrig og gullstandardens sammenbrudd. Bretton Woods samarbeidet tok sikte på å gjenopprette stabile prisforhold ved hjelp av fastlagte vekslingskursforhold mellom deltakerlandene. Forbedret konvertibilitet skulle sikre bedre forutsetninger for utvikling av viktig internasjonal handel og internasjonale investeringer i etterkant av krigen. Men Bretton Woods samarbeidet brøt sammen og verden opplevde en periode med stagnasjon og inflasjon på 1970-tallet.

Mundell (2000) mener at sentralbanken i seg selv er en oppfinnelse som gjør at myndighetene i ulike land lett faller for fristelsen til ”alltid å prøve å få noe for ingenting”. Dvs at offentlige budsjettunderskudd finansieres ved at sentralbanken dekker disse underskuddene, metoden er også kalt pengetrykking. Resultatet av dette er inflasjon, overdrevne valutakurssvingninger og generell økonomisk stagnasjon som på 1970-tallet. Mundell (2000) eksemplifiserer med Italias situasjon. Italia hadde stabile priser og stabil valuta på 1950- og 1960-tallet. Mundell (1973b) kaller økonomene i Italias sentralbank for Europas mest kompetente sentralbank-økonomer. Bretton Woods samarbeidet fungerte som et meget effektivt argument disse økonomene kunne benytte overfor politikere som ville øke offentlige utgifter uforsvarlig mye. Da Bretton Woods kollapset forsvant også forsvarsverket mot overdrevent ekspansiv politikk. Italia klarte først å komme seg ut av inflasjonsspiralene da landet ble forespeilet en mulig deltakelse i Euro-samarbeidet (Mundell 2000). Mundells løsninger på inflasjonsproblemer har over de siste 50 årene bestått av å ville organisere verdens land i ulike forpliktende internasjonale monetære samarbeid. Spesielt har han skjelt til Europa og sagt at Europa ville komme langt bedre ut ved tettere samarbeid i stedet for sedvanlig rivalisering og splittelse. Mundells (1973b) argumentasjon for felles valuta i Europa er mer politisk enn økonomisk. Mundell (1973b) mener imidlertid en valutaunion vil virke som en katalysator for samarbeid på alle samfunnsområder. Dette vil Europa tjene mye på.

Friedman og Mundell (2001) er enige om at den europeiske monetære unionen, kalt EMU, er et unikt historisk eksperiment. Aldri tidligere har land blitt enige om å avskaffe egen valuta til fordel for en helt ny felles valuta administrert av en nyopprettet felles sentralbank. Den følgende oppgaven forsøker å utforske og å diskutere grunnlagsproblemene som ble mye drøftet i forkant av opprettelsen av EMU. Disse problemene har fått ny interesse og relevans i forbindelse med den pågående gjeldskrisen i EMU.

I kapittel 2 starter jeg med å gjøre rede for bakgrunnen for teorien om optimale valuta-områder, også kalt OCA-teorien. Denne teorien hadde sin nybrottsperiode på 1960-tallet da ulike forfattere leverte sentrale bidrag der det ble argumentert med at bestemte økonomiske egenskaper måtte være på plass for at valutaområdet skulle kunne kalles optimalt. OCA-teorien mistet mye av sin interesse i det Cost-Benefit analysene tok over på 1970-tallet.

I kapittel 3 diskuterer jeg kostnader en valutaunion kunne påføre potensielle deltakerland. Dette er gjort i et 1970-talls perspektiv. Her diskuteres relevansen av kapitalmobilitet og arbeidskraftsmobilitet som kritiske egenskaper, spesielt sett i forhold til mulighetene for utøvelse av selvstendig monetærpolitikk. En valutaunions konsekvenser for finanspolitikken får også noen kommentarer, men dette var ikke en prioritert diskusjon i de første fasene. Grunnen til at en valutaunion ble sett på som en umulighet blant veldig mange økonomer på 70-tallet var "troen" på Phillipskurven. Hvert land hadde angivelig en unik optimal avveining mellom arbeidsledighet og inflasjon. En valutaunion ville frata landene mulighetene til å oppnå dette punktet.

I kapittel 4 gjennomgås fordelene ved en valutaunion også sett i et 1970-tallsperspektiv. Først gjennomgås antagelsen av at stabile prisforhold kan bidra til økt handel og økte internasjonale investeringer. Deretter diskuteres det under hvilke omstendigheter faste – og fleksible kurser kan gi intern prisstabilitet i økonomien. Så diskuteres det i hvilken grad spekulasjon kan hindres og – ubalanser kan lindres under antagelsen av at en valutaunion resulterer i høyere kapitalmobilitet. I siste del diskuteres mulige fordeler av kapitalmarkedsintegrasjon. Antagelsen er at ustabile valutakurser hindrer integrasjon av kapitalmarkedene. Integreerte kapitalmarkeder vil frigjøre store reserver og lette tilgangen på kreditt.

I kapittel 5 kommer jeg med noen oppdateringer som kommer fra senere økonomisk teori. Jeg forklarer hvorfor Phillipskurve-analysen ikke lenger gjelder. Deretter gjennomgås hvordan en valutaunion kan hindre inflasjonsspiraler på grunn av at unionen muligens er en mer troverdig monetær regel. Videre gjennomgås noen vesentlige forutsetninger i forhold til bruk av valutakursmål og inflasjonsmål som monetære regler. Så har jeg skrevet inn en diskusjon over mulige fordeler og ulemper med endogene valutakursendringer under et inflasjonsmål. Til slutt følger en diskusjon over hvordan økt kapitalmobilitet og kapitalmarkedsintegrasjon har endret problemene eller kritikken fastkurssamarbeid står overfor.

2. Teorien om Optimale Valutaområder (OCA-teorien).

2.1. Opprinnelsen til OCA-teorien.

2.1.1. Betalingsubalansene under Bretton Woods systemet.

Starten på OCA-teorien regnes for å være Mundells ”klassiske” artikkel ‘A Theory of Optimum Currency Areas’ fra 1961. Viktige forløpere er imidlertid Friedmans ‘The Case for Flexible Exchange Rates’ fra 1953, og Meades ‘The Balance of Payments Problems of a European Free-Trade Area’ fra 1957. Disse to bidragene ble skrevet i en periode kjennetegnet av Bretton Woods fastkurssystem, generelt lav inflasjon og høy grad av kapitalkontroll (Mongelli 2002). I Bretton Woods systemet var hvert medlemslands valuta definert innenfor et relativt snevert kursintervall i forhold til den amerikanske dollaren. Dollaren på sin side var definert i et fast forhold til gull (\$ 35 per unse). Bretton Woods systemets sentralbanker skulle være forpliktet til å forsvare intervallgrensene hver gang valutakursene så ut til å bevege seg utenfor disse.

Selv om den tidlige Bretton Woods fasen regnes for å være en periode med stabilitet og jevn høy vekst, var den slett ikke uten problemer. Både Friedman, Meade og Mundell tar tak i betalingsbalanseproblemene Bretton Woods systemet medførte. Mundell (1961) åpner med å si at betalingsbalanseproblemer vil forbli en egenskap ved det internasjonale økonomiske systemet så lenge valutakursene blir forhindret fra ”å utføre sin naturlige del av justeringsprosessen” når handelsvilkårene endrer seg. Hindringen han sikter til er selvsagt rigide realkurser landene i mellom. Dvs ”faste” nominelle valutakurser med stramme fluktuasjonsintervaller, foruten rigide lønns- og prisnivåer.

Mundell (1961) og senere McKinnon (1963) og Kenen (1969) tar utgangspunkt i en generell likevektsmodell når de analyserer problemene betalingsubalansene Bretton Woods medførte (Johnson 1969). Den generelle likevekten består grunnleggende av en intern - og en ekstern balanse. Med betegnelsene intern - og ekstern balanse forstår vi hhv likevekt i arbeidsmarkedet samt lav eller moderat inflasjon, og at betalingsbalansen med utlandet ligger stabilt rundt null. Økonomien er stabil når disse to balansene holder. Med stabiliseringspolitikk vil

jeg mene offentlig/statlig bruk av økonomiske virkemidler med den hensikt å oppfylle den interne – og eksterne balansen.

Betalingsubalansene under det justerbare fastkurssystemet Bretton Woods oppstod når et land feks ble utsatt for et etterspørselssjokk som ikke i samme grad rammet de andre landene i systemet. Et slikt sjokk blir ofte benevnt som et asymmetrisk sjokk. Et negativt etterspørselssjokk som reduserer dette landets eksport vil for det første føre til negativ betalingsbalanse med utlandet. For det andre vil redusert produksjon og inntjening i eksportnæringene føre til nedbemanning. Dette vil ha negative reperkusjoner til andre deler av økonomien og den samlede arbeidsledigheten i landet vil øke. Negativ ekstern balanse vil i dette tilfellet føre til negativ intern balanse. For landene i Bretton Woods systemet ble denne situasjonen akutt om sentralbanken stod i fare for å gå tom for reserver til forsvar for den definerte kursen. Spesielt gjaldt dette om private aktører fornemmet at sentralbanken ikke kunne forsvare kursen pga av mangel på reserver. Selv ved den strenge kapitalkontrollen under Bretton Woods kunne investorer gjøre krisen akutt ved at de i stort omfang vekslet inn valutaen til landet som var utsatt for det negative sjokket. Følgelig ville sentralbanken på et gitt tidspunkt uansett gå tom for reserver og en devaluering ville være uunngåelig. Situasjonen ble da også oftest løst ved en devaluering av valutaen, spesielt hvis sjokket var av permanent karakter. Devalueringen ville gjøre landets eksportvarer relativt billigere i forhold til utlandets. Påfølgende økt eksport og omsetning gjenopprettet den interne - og eksterne balansen (Mundell 1961, Mork 1993, De Grauwe 2005). (Bretton Woods avtalen inneholdt en egen prosedyre for devaluering eller revaluering av individuelle valutakurser i de tilfellene det ble regnet som umulig å forsvare disse.)

Mundell (1961) eksemplifiserer situasjonen med et tolands eksempel, dvs land A og B. En etterspørselssvikt i B kan alternativt løses ved inflasjon i A. Dvs at B gjenvinner ekstern – og internbalanse ved hjelp av positiv intern balanse i A. Dette kan for eksempel skje i A pga økte lønnskrav som følge av positiv initial balanse mot B pga sjokket. Lønns- og prisstigning i A gjør at landets realkurs i forhold til B revalueres. Landenes interne balanser og gjensidige eksterne balanse gjenoprettes uten at B må gjennom en periode med arbeidsledighet. Den normale situasjonen under Bretton Woods systemet var imidlertid at land som A motsatte seg en inflasjonsprosess og således måtte B gjennom et konjunkturfall. Om det negative etterspørselssjokket var kraftig nok måtte betalingsbalansen gjenoprettes ved at vekslingskursen ble justert (Mundell 1961).

2.1.2. Mundells forståelse av Optimale Valutaområder.

Konsekvensene av en valutaunion er selvsagt at et av de mest effektive virkemiddelene myndighetene råder over ved et negativt etterspørselssjokk, en devaluering, bortfaller. Nå vil landet vi ser på stå overfor en smertefull situasjon med langvarig høy ledighet og en langsom nedjusteringsprosess av det nasjonale prisnivået. Jo mer rigid pris- og lønnsnivået er og jo mer immobil arbeidsstyrken er, jo mer vedvarende vil arbeidsledigheten være. Tilsvarende er det lett å tenke seg en situasjon hvor et land står overfor et positivt etterspørselssjokk. Nå frafaller muligheten til å revaluere og landet vil måtte tåle prisstigning inntil landets interne – og eksterne balanse er gjenopprettet. Således kan vi si at valutaunioner i utgangspunktet ikke bydde på løsninger på betalingsbalanseproblemene, snarere tvert i mot.

Mundells (1961) forslag til løsning på betalingsbalanseproblemene er å organisere økonomiene i ”regioner” som har fleksible kurser seg i mellom. Disse fleksible kursene skulle sikre intern og ekstern stabilitet. Friedman (1953) er inne på det samme, men han tenker ikke på en reorganisering i regioner. Friedman (1953) argumenterer rett og slett for at fleksible kurser mellom allerede eksisterende land langt på vei vil løse betalingsbalanseproblemene.

Friedmans (1953) artikkel er spesielt viktig for OCA-teorien selv om valutaområde i seg selv ikke nevnes i artikkelen. I debatten på 50-60 tallet rundt fordelene og ulempene ved faste - versus flytende valutakurser, er Friedman den første (og fremste) til å argumentere for flytende kursregimer. Spesielt er han kritisk til fastkurssystemet under Bretton Woods. De rigide valutakursene under Bretton Woods forhindrer oppnåelse av det Friedman (1953) kaller to økonomiske ”hovedmål”; nemlig ubegrenset multilateral handel og et lands mulighet til å utøve selvstendig intern stabilisering¹. Friedman (1953) lister opp fire måter for hvordan betalingsbalanseproblemene i Bretton Woods kan løses; 1) Ved at finansformuen brukes aktivt som motvekt mot problemene, 2) Ved at det er mulig å justere lønns- og prisnivå, 3) Ved at valutakursene kan justeres og 4) Ved direkte kontroll av internasjonale transaksjoner. Friedman (1953) forkaster 1) og 4) og foretrekker fleksible kurser 3). For den senere OCA-teorien er det viktig at han eliminerer 2) pga av ”de institusjonelle rigiditetene i de interne

¹ Dette er en forløper for det Mundell senere kaller det ”umulige trilemma”. Dvs at av de tre ønskelige målene ”stabile valutakurser, fri internasjonal kapitalmobilitet og effektiv monetær politikk orientert mot hjemlige mål” er bare to mulige å oppnå samtidig (Issing 2006). Friedman (1953) kaller i denne sammenheng faste valutakurser for et mindre økonomisk mål og prioriterer de to sistnevnte.

prisstrukturene”. Friedmans (1953) vurderinger rundt dette tar Mundell og andre forfattere med seg til OCA-teorien.

Som nevnt har Mundell (1961) mange av de samme innvendingene mot Bretton Woods systemet som Friedman (1953). Mundell (1961) kaster imidlertid et nytt perspektiv inn i datidens pågående debatt rundt fordelene og ulempene ved et flytende- versus et fastkurssystem. Mundell (1961) spør; “hva er det hensiktsmessige territoriet for et valutaområde?”. Mundell (1961) legitimerer spørsmålet ved å vise til for det første at økonomisk integrasjon og disintegrasjon er en pågående prosess². Hva som utgjør et optimalt valutaområde (et OCA) kan klargjøre meningen ved disse eksperimentene rundt økonomisk integrasjon. For det andre kan problemene land i et fastkurssystem møter analyseres ut i fra OCA-teorien. For det tredje gir OCA-teorien en ny innfallsvinkel til valutaens funksjonsmåte som Mundell (1961) mener tidligere er blitt ufullstendig behandlet.

Mundell (1961) sier at fleksible kurser vanligvis blir framstilt som et system hvor depresiering erstatter arbeidsledighet når driftsbalansen er negativ og hvor appresiering erstatter inflasjon når driftsbalansen er positiv. Mundell (1961) er kritisk til dette og mener at et system med nasjonale valutaer og fleksible valutakurser ikke alltid vil kunne korrigere for mindre regionale eller større internasjonale konjunkturer. Dette skjer når konjunkturer rammer forskjellige regioner innad i et land ulikt eller at konjunkturer rammer internasjonale regioner som ikke sammenfaller med geografiske politiske grenser. Videre hevder Mundell (1961) at argumentet for fleksible valutakurser bare er valid så lenge innsatsfaktorene, dvs arbeidskraft og investeringer i realkapital, er mobile innad i et land men immobile mellom land. Hvis derimot faktormobilitet skjærer på tvers av nasjonale grenser, eller at grenser lett kan fjernes slik at faktorene gjør det, vil fleksible valutakurser bare være optimalt hvis valutaområdene reorganiseres etter et regionalt mønster. Fleksible valutakurser kan altså lettere forsvares hvis nasjonale valutaer byttes ut med regionale og at de regionale valutagrensene bestemmes ut fra visse makroøkonomiske egenskaper.

Som et tilsvarende svar til Friedman (1953) og Meade (1957) hevder altså Mundell (1961) at hvis fleksible valutakurser skal innføres, så må dette være et system med fleksible kurser mellom regionale valutaer, ikke mellom nasjonale valutaer. *Det optimale valutaområdet er regionen.*

² Traktaten om Det europeiske kull- og stålfelleskapet ble signert i 1951 og trådte i kraft i 1952. Ellers var valutaspørsmålet særlig aktuelt i forbindelse med oppløsningene av det britiske og franske koloniveldet.

Denne regionen tilfredsstiller økonomiske og *ikke* politiske egenskaper. Det er dette som er det essensielle fra Mundells berømte 1961 artikkel.

2.2 OCA-egenskapene.

2.2.1. Lønns- og prisleksibilitet og faktormobilitet.

Mundell (1961) nevner implisitt i artikkelen og eksplisitt i konklusjonen flere makroøkonomiske egenskaper enn faktormobilitet som bør være til stede for at et valutaområde skal kunne kalles optimalt. Disse egenskapene og enkelte tilvekster i ulike varianter og kombinasjoner i senere publikasjoner utgjør et sett egenskaper som kalles OCA-egenskapene (Mongelli 2002)³. Et område med regioner som i høy grad tilfredsstiller OCA-egenskapene vil ha mindre behov for å justere interne ubalanser med regionale monetære virkemidler og - nominelle valutakursendringer. Virkemiddelet de tidlige OCA-forfatterne først og fremst tenkte på var den nominelle valutakursen. Jeg går under igjennom OCA-egenskapene omtrent slik for eksempel Tavlas (1993) og Mongelli (2002) gjengir dem⁴.

Lønns- og prisleksibilitet som en OCA-egenskap tilegnes Friedman (1953). Høy grad av lønns- og prisleksibilitet medfører hurtige justeringer i forhold til endringer i betalingsbalansen og intern stabilitet kan lettere gjenopprettes selv om handelsvilkårene endres. Land i et fastkurssystem eller i en valutaunion med stor pris- og lønnsleksibilitet slipper betydelig arbeidsledighet eller inflasjon om et permanent etterspørselssjokk skulle inntreffe. Hvis reallønnen kan justeres fordi de nominelle lønningene er fleksible nedad, har landet i eksempelet fra 2.1. gode forutsetninger til å unngå langvarig intern – og ekstern ubalanse som følge av det asymmetriske etterspørselssjokket.

Den egenskapen Mundel (1961) framhever er altså **faktormobilitet**. Landet i eksempelet unngår en langvarig negativ intern ubalanse om nedbemannet arbeidskraft raskt kan flyttes og anvendes i vekstnæringer andre steder i valutaområdet. Denne prosessen kan forsterkes om investeringene også hurtig kan kanaliseres mot de samme vekstnæringene. Mundell (1961) mente som Friedman (1953) at når devalueringsinstrumentet bortfaller gjør nominell

³ Kjært barn har mange navn; Willet (2001) og Issing (2006) kaller OCA-egenskapene for OCA-kriterier, Tavlas (1993) for OCA-karakteristika. Jeg holder meg til Mongellis (2002) terminologi, dvs OCA-egenskapene.

⁴Foranledningen for OCA-egenskapene lønns- og prisleksibilitet og faktormobilitet ble kommentert i 2.1.2..

lønnsrigiditet nedad ubalansene langvarige. Men Mundell (1961) mener at området fortsatt kan være et OCA om faktormobiliteten er høy innenfor områdets grenser.

2.2.2. McKinnons bidrag til OCA-teorien.

McKinnon (1963) tar OCA-teorien et steg videre ved å argumentere for at **størrelse og grad av åpenhet** er en viktig egenskap. Jo mindre landets økonomi er, jo større andel av denne økonomien vil landets import- og eksportkonkurrerende næringer normalt utgjøre. For slike økonomier advarer McKinnon (1963) mot fleksible valutakurser. For McKinnon (1963) er de monetaristiske argumentene helt sentrale. En valutas funksjonalitet som betalingsmiddel avhenger av at priser og vekslingskurs, altså realkurs, er mest mulig stabil. Friedman (1953) legger også til grunn ikke-volatile valutakurser i sin argumentasjon for fleksible kurser. Akkurat som Friedman (1953) mener McKinnon (1963) at ved store valutakurssvingninger vil alle mulige forsikringer i framtidsmarkedene være utilstrekkelige som sikkerhet for transaksjoner landene i mellom. Jo mindre og jo åpnere landet er jo mer vil ustabile vekslingskurser kunne destabilisere landets interne - og eksterne balanse.

Med fleksible valutakurser forstår Mundell (1961) og McKinnon (1963) alle valutaregimer hvis kurser innbyrdes kan justeres. Herunder også et fastkurssystem som Bretton Woods. Hvis vi har negativ ekstern balanse i en liten økonomi med stor utenrikshandel og fleksible kurser, vil store devalueringer lett utløse tilsvarende hjemlig pris- og lønnsstigning. Spesielt problematisk er dette når økonomien befinner seg nær kapasitetsgrensen. McKinnon (1963) mener de økte importprisene som følge av devalueringene medfører et kjøpekraftstap som har direkte effekt på kravene ved lønnsoppgjørene. For eksportindustrien kan lønnsøkningene (og økte importpriser) i verste fall langt på vei motvirke inntektsøkningen fra devalueringene. Følgelig vil driftsmarginene i mindre grad forbedres. Jo åpnere økonomien er, jo mindre vil effekten av devalueringene følgelig være på den eksterne balansen. Og jo åpnere økonomien er, jo større ustabilitet vil devalueringene påføre det hjemlige prisnivået. McKinnon (1963) konkluderer med at valutakursendringer som følger av eksterne etterspørselssjokk *ikke* er kompatibelt med et stabilt internt prisnivå for en svært åpen økonomi.

Videre vil slike valutakurssvingninger medføre at det lille landets valuta lett oppleves som utilstrekkelig forankret til et større tilstøtende valutaområde. Dermed påpeker McKinnon (1963) at den lille valutaens likviditetsverdi kan bli så lav at kapital vil strømme til det større

og mer stabile valutaområdet. I en slik situasjon vil et lite land kunne finansiere et eventuelt driftsbalanseunderskudd som tilhører det større området med en sterkere valuta. Dette kan skje på tross av at den marginale avkastningen er større i hjemlandet. Fleksible kurser mister sine fordeler i en slik situasjon. Det lille åpne landet trenger et monetært anker gjennom et valutasamarbeid og er således en del av et OCA-område.

Hvis landet i eksempelet mitt blir utsatt for negative etterspørselssjokk, og dette landet er lite og åpent, vil felles valuta ha en positiv effekt ved at de interne prisene holdes stabile. For å rette opp den eksterne balansen foreskriver McKinnon (1963) en kontraktiv finanspolitikk. Jo åpnere økonomien er, jo mindre trenger denne innstramningen å være for å gjenopprette den eksterne balansen. Og viktigere; jo mindre denne innstramningen trenger å være, jo mindre negativt utslag på den interne balansen. Skatter og avgifter trenger ikke å øke mye for å dempe importkonsumet nok til at betalingsbalansen nullstilles ved en veldig åpen økonomi. Skattene og avgiftene kan også innrettes med tanke på å minimere arbeidsledigheten som oppstår i etterkant av kontraksjonen (McKinnon 1963).

På samme måte som for eksempel senere Kenen (1969) mener McKinnon (1963) at Mundell (1961) legger for stor vekt på faktormobilitet som kritisk OCA-egenskap. Videre framhever både McKinnon (1963) og Kenen (1969) problemene med faktormobilitet i forhold til næringsstrukturell tilhørighet. McKinnon (1963) mener at man kan overvinne næringsstrukturelle hindre ved å fokusere på ”inter-næringsstrukturell” faktormobilitet. Her legger han både til grunn at vekstnæringer kan investere i regioner med ledighet og at man bygger ned hindre for faktormobilitet mellom regioner som ofte er i forskjellige konjunkturfaser. Kenen (1969) framhever en annen løsning på problemene rundt faktormobilitets-egenskapen.

2.2.3. Kenens kritikk av Mundell.

Kenen (1969) har i likhet med senere Fleming (1971) og Corden (1972) et keynesiansk perspektiv på den gryende OCA-teorien. Spesielt viktig i både den eldre keynesianske og den nyere ny-keynesianske tilnærmingen til OCA-problematikken er asymmetriske forhold mellom økonomiene (De Grauwe 2005). Dette gjelder både i forhold til sjokk som rammer land ulikt, og økonomisk vekst og utvikling som på lengre sikt gjør land eller regioner mer ulike. Slike regionale asymmetriske forhold kan være vanskeligere å stabilisere i en valutaunion. Dette fordi hver region selvsagt har færre virkemidler til rådighet. For Kenen

(1969), Fleming (1971) og Corden (1972) er det følgelig spesielt viktig at en valutaunions kandidatregioner har en tilstrekkelig symmetrisk konjunkturutvikling eller at forutsetninger er til stede slik at asymmetriske sjokk blir dempet og lindret raskt.

Kenen (1969) mener at faktormobilitet og størrelse og grad av åpenhet er viktige egenskaper å ta hensyn til ved bestemmelse av et OCA, men at de også er utilstrekkelige. Hvis det aktuelle området har en ganske lik næringsstrukturell komposisjon slik at faktorene i en sektor kan substitueres med faktorene i en annen, da er det selvsagt rimelig å anta at faktormobiliteten innad i området kan være stor. I denne situasjonen mener Kenen (1969) at faktormobilitet i høy grad vil kunne stabilisere asymmetriske regionale sjokk i valutaområdet. Videre er det slik at sannsynligheten for større asymmetriske sjokk avtar jo flere likhetstrekk de regionale næringsstrukturene har. Dette er grunnen til at **likhet i produksjonsstruktur** av og til benevnes som en egen OCA-egenskap (Tavlas 1993). Kenen (1969) og Fleming (1971) mener Mundell (1961) helt korrekt gjør denne forutsetningen i sin analyse.

Hvis derimot den næringsstrukturelle komposisjonen innad i området er variert og allsidig, da er det rimelig å anta at faktormobiliteten mellom uensartede næringer er relativt lav. Lav faktormobilitet vil det også være mellom relativt spesialiserte regioner. Ved asymmetriske regionale sjokk kan følgelig ikke faktormobilitet være et substitutt for regionale valutakursendringer. For Kenen (1969) er det spesielt problematisk at arbeidskraftsimmobilitet kan gjøre den interne ubalansen langvarig. Videre er det slik at om området *allikevel* har stor faktormobilitet er ikke dette nødvendigvis en tilstrekkelig løsning. Hvis valutaområdet har regioner med ulik faktorintensitet i produksjonen, vil vi ved faktormobilitet bare i varierende grad løse asymmetriproblemer ved sjokk som rammer bestemte næringer. Det vil fortsatt være residual-inflasjon i regioner som opplever økt etterspørsel og motsatt residual-ledighet i regioner med synkende etterspørsel. Ledighetsproblemene kan bare sjeldent løses helt ved faktormobilitet (Kenen 1969). I ytterste konsekvens mener Kenen (1969) at Mundells (1961) OCA må samsvare med "enkeltprodukts regioner". Følgelig mener Kenen (1969) at om faktormobilitet benyttes strengt som kritisk egenskap, må det optimale valutaområdet *alltid være lite*.

2.2.4. Kenens diversifiserings-egenskap.

Kenen (1969) mener at "mangfoldet i en nasjons produksjonsstruktur" er en viktigere egenskap enn de Mundell (1961) og McKinnon (1963) legger vekt på. "Mangfold i

produksjonsstruktur” blir i denne oppgaven benevnt som OCA-egenskapen **diversifisert næringsstruktur**. Denne kunne like gjerne inkludere ”mangfold i konsum av varer og tjenester”. Ensidig konsum kunne teoretisk være et like stort problem som ensidig produksjon, men vil i praksis ikke være det for eksempel i forhold til spørsmål vedrørende deltagelse i EMU. Diversifisert konsum blir ikke videre kommentert her.

Diversifisert produksjonsstruktur vil redusere betalingsbalanseproblemene ved sektorspesifikke sjokk. En veldiversifisert økonomi har ikke behov for justeringer av handelsvilkår så ofte som en enkeltprodukts økonomi. Dette skyldes at en diversifisert økonomi har flere næringer å stole på. I tillegg vil det ofte for en diversifisert økonomi være slik at sektorspesifikke sjokk kan oppveie hverandre. Kenen (1969) framhever at sjokk som rammer næringer i spesialiserte økonomier hardt, vil bare i mindre grad føre til interne balanseproblemer i en vel-diversifisert økonomi. Ledigheten vil ikke stige så raskt ved etterspørselssvikt, og inflasjonen vil ikke øke så hurtig ved økende etterspørsel. En annen viktig årsak til at Kenen (1969) mener at de interne ubalansene blir mindre for diversifiserte økonomier er forbindelsen mellom eksport og investeringer. Varierende investeringsvolum vil i mindre grad påvirke den interne balansen for den vel-diversifiserte økonomien, da det her vil være flere sektorer investorene kan plassere pengene i. Den spesialiserte økonomien vil oppleve investeringstørke når eksportnæringene sliter.

Hvis landet i eksemplet mitt er et veldiversifisert land, vil etterspørselssjokket ikke nødvendigvis føre til ubalanser i økonomien. Er sjokket sektorspesifikt, vil den diversifiserte næringsstrukturen i høy grad absorbere sjokket. Skyldes sjokket at etterspørselen har skiftet fra en varekategori til en annen, går det an å tenke seg at produksjonsfallet i en sektor motvirkes av produksjonsøkningen i en annen. Dermed vil begge balansene tilnærmet beholde likevekten etter sjokket. Imidlertid forutsetter dette høy grad av yrkesgruppemobilitet. Men diversifisering av økonomien vil uansett både lede til at sjokkene blir mindre omfattende pga absorbering, og at de leges raskere pga flere alternative næringer. Kenen (1969) nevner også at diversifisering leder til at kapitalen i større grad beholdes i landet. Et negativt sektorspesifikt sjokk kan føre til at flere investorer velger andre hjemlige næringer i stedet for utenlandske plasseringer. Imidlertid vil diversifisering selvsagt ikke beskytte mot en nedgangskonjunktur som rammer hele landet. Men slike sjokk vil ofte også ramme partnerland i en valutaunion. Dermed kan unionens valutakursinstrument og monetære virkemidler i høy grad benyttes på samme måte som tilsvarende nasjonale virkemidler.

På samme måte som Mundell (1961) og McKinnon (1963), erkjenner Kenen (1969) at små økonomier vil stå overfor utfordringer knyttet til valutaens likviditet. Få banker og meglere vil utsette seg for risikoen og handle i valutaer som er for små til å garantere plasseringer som er store nok til å stabilisere spekulasjon (Kenen 1969). Men som Tavlas (1994) bemerker om McKinnons (1963) og Kenens (1969) argumentasjon; mindre økonomier har en tendens til å ha en mer spesialisert produksjonsstruktur. Følgelig har disse økonomiene en tendens til å bli mer skadelidende når sjokk rammer landenes relativt homogent sammensatte eksportnæringer. Kenen (1969) mener følgelig at mindre og spesialiserte økonomier bør beholde egen valutakurs som justeringsverktøy. Kenen (1969) forutsetter imidlertid at økonomiene ikke er for små til at egen valuta er hensiktsmessig. McKinnon (1963) bemerker selv at større økonomier generelt er mer diversifiserte og at de samsvarende er mindre åpne. Forskjellen her mellom McKinnon (1963) og Kenen (1969) ligger i at økonomiene McKinnon (og Mundell) mener egner seg som en del av et valutaområde er generelt større enn Kenens (Willet 2001)⁵.

2.2.5. Andre OCA-egenskaper.

Fleming (1971) mener også som Kenen (1969) at betalingsbalanseproblemer kan løses ved “justeringer av handelsvilkår”. Dvs her; endringer i nominell valutakurs. Fleming (1971) anerkjenner de andre OCA-egenskapene, men i tillegg kommer han med et nytt som vil ha stor betydning for at betalingsbalansen skal kunne opprettholdes. Fleming (1971) observerer at hvis **inflasjonsratene mellom land er tilnærmet like og stabile over tid**, vil handelsvilkårene mellom disse landene kunne forbli stabile. Handel og transaksjoner mellom disse landene vil kunne foregå uten at betalingsbalansen forstyrres. Dermed vil behovet for valutakursjusteringer landene i mellom være svært lite. Fleming (1971) viser også ved Phillipskurve-analyse at to land hvor myndighetene avveier forholdet inflasjon-ledighet ulikt, normalt vil komme dårligere ut sammen i en monetærunion enn de vil gjøre samlet hver for seg. Resultatet i Flemings (1971) analyse vil være en høyere inflasjonsrate eller et høyere ledighetsnivå for ”valutaunionen” enn hva tilsvarende gjennomsnittsrater mellom landene tilsier. Om unionens politikk medfører at høyere inflasjonsrater foretrekkes, vil dette ha negative konsekvenser for valutaunionens konkurransevilkår overfor omverdenen. For landet i eksemplet mitt betyr like inflasjonsrater at landet har kunnet ført omtrent samme økonomiske politikk over trend og konjunkturer som potensielle partnerland i unionen. Hvis

⁵ En verbal meningsutveksling mellom OCA-forfatterne er referert i sammendraget.

et negativt sjokk skulle inntreffe, vil disse partnerlandene påvirkes omtrent likt. Dette fordi disse landene innehar mange av de samme økonomiske egenskapene. De eksterne balansene innbyrdes blant unionslandene vil holde og ledighets- og inflasjonsrater vil svinge synkront. Unionens valutakurs og monetære virkemidler vil kunne stabilisere sjokket på tilnærmet samme måte som om landene hadde hatt disse virkemidlene i behold. Følgelig vil ikke en valutaunion blant disse partnerne føre til ekstra problemer i forhold til balansene.

En annen viktig OCA-egenskap som også krediteres Kenens (1969) viktige artikkel, er **fiskal integrasjon**. Kenen (1969) trekker både fram ”føderale” automatiske stabilisatorer og nødvendige budsjettvirkemidler. Disse siste kan ta hånd om lommer med ledighet som oppstår pga konjunktursvingninger og imperfekt kapitalmobilitet. Automatiske stabilisatorer vil bremse kjøpekraftsfallet i regioner utsatt for et negativt etterspørselssjokk. Som eksempler på både budsjett - og automatisk stabilisering på et integrert føderalt nivå, nevner Kenen (1969); 1) reduserte skatter og høyere trygdeoverføringer i takt med et lavere aktivitetsnivå, 2) en region kan lettere låne penger innen et føderalt system enn et land kan gjøre utenlands, 3) føderale spesialprogrammer for finansiell og teknisk assistanse. Av 2) ser vi at Kenen (1969) forutsetter en viss grad av integrasjon i finansmarkedene. Pga spesielt imperfekt faktormobilitet og lønns- og prisrigiditeter er offentlige virkemidler viktige, men behovet for fiskal integrasjon blir mindre hvis valutaområdet har en høy grad av finansiell integrasjon. Dette er neste OCA-egenskap jeg vil kommentere her.

Husholdninger og firma som opererer i et **godt integrert finansmarked** vil ved regionale sjokk være mindre utsatt for risiko. Inntektsbortfall vil delvis kompenseres ved nedsalg av verdier hvis priser bestemmes i finansmarkedet for området som helhet og ikke i den sjokkutsatte regionen. Ved et større integrert finansmarked vil private låneopptak lettere kunne skje for regionen rammet av sjokk. Dette medfører både lindring av midlertidige sjokk og at kapital til reinvesteringer i mer produktiv virksomhet lettere kan akkumuleres. Dette skulle gjøre behovet for valutakursjusteringer mindre (Mongelli 2002, De Grauwe 2005). Mundell (1973a) argumenterer sterkt for å integrere finansmarkedene. I tillegg til midlertidig lindring ved sjokk, mener Mundell (1973a) at fjerning av usikkerhet rundt valutakursendringer vil gjøre kapitalmarkedene i stand til å utjevne byrdene land står overfor ved asymmetriske sjokk. Felles valuta og integrert finansmarked vil i samspill med felles vare- og tjenestemarkeder, gi de konkurranseutsatte varene og tjenestene en pris som effektivt fordeler kostnader og gevinster ved sjokk. Finansmarkedsintegrasjon i en valutaunion vil både føre til

demping av asymmetriske og symmetriske regionale sjokk. I ”øystat”-modellene til Mundell (1973a) vil nasjonene også komme bedre ut ved at de finansielle midlene slås sammen. Statlige og private reserveoppbygninger kan reinvesteres i mer produktiv virksomhet. Mundells (1973a) ”øy-stater” kommer bedre ut samlet enn summert hver for seg⁶.

For landet i eksempelet mitt kan både fiskal – og finansmarkeds integrasjon i stor grad bidra til å redusere skadevirkningene av det negative etterspørselssjokket på kort sikt. Hvis finanspolitikken er organisert på unionsnivå, kan automatiske føderale stabilisatorer bidra til å delvis bevare kjøpekraften hos de nedbemannede arbeidstakerne. Mens målrettet føderal budsjettpolitikk kan stimulere til ny virksomhet i den sjokkutsatte regionen. Ved godt integrerte finansmarkeder kan private og offentlige aktører i den sjokkutsatte regionen trekke på verdier som er plassert i land som befinner seg i en annen fase av konjunktursyklusen eller som ikke er rammet av det permanente sjokket. Dette kan på samme måte som for fiskal integrasjon redusere kjøpekraftsfallet og bidra til at kapital mer effektivt genereres til ny virksomhet. Det må også nevnes her at Mundell (1973a) mener at valutaunionen i seg selv vil medføre ytterligere intern finansmarkeds- og varemarkedsintegrasjon. Denne integrasjonen vil dempe virkningene av etterspørselssjokket. Fjerning av valutakursusikkerhet vil bla føre til at markedene i langt større grad vil prise inn virkninger av asymmetriske sjokk jevnt mellom regionene.

Den siste OCA-egenskapen jeg kommenterer er **politisk integrasjon**. Denne egenskapen handler om politisk vilje til å implementere reformer som gjør at landene det gjelder lettere kan sies å tilfredsstille de andre OCA-egenskapene. Følgelig blir den ofte benevnt som den *viktigste* OCA-egenskapen (Tavlas 1993, Mongelli 2002). Politiske vilje til å iverksette OCA-reformer krever at politiske - og sosiale preferanser er tilstedet i mulige kandidatland (Tower og Willet 1976). Videre i oppgaven vil jeg ikke i særlig grad kommentere OCA-egenskapen politisk integrasjon. Men det er særdeles viktig å ikke glemme den i forbindelse med senere diskusjoner rundt mulig størrelse og utbredelse av OCA-områder. For eksempel påpeker Mongelli (2002) og Issing (2006) at politiske preferanser for EMU-prosjektet lå bak samordningen av penge- og finanspolitikken på 1990-tallet. Samordningen skjedde uavhengig av om eurosonen i utgangspunktet var et OCA-område eller ikke. Tilsvarende vil mange si at

⁶ Egenskapen finansiell integrasjon tilegnes egentlig Ingram, J.C.'s 'Regional Payments Mechanisms: The Case of Puerto Rico' fra 1962 (Tavlas 1993, Mongelli 2002). Imidlertid assosieres egenskapen ofte med Mundells artikkel 'Uncommon Arguments for Common Currencies' fra 1973.

mangel på politisk vilje til å styrke EU's kontrollorganer, regulere medlemslands budsjetter, bedre føderale overføringsmekanismer, etc., ligger bak noen av de alvorligste problemene EMU står overfor opptil i dag (De Grauwe 2005, Issing 2006, Eichengreen og Temin 2010).

2.3. Problemene med OCA-teorien.

2.3.1. Inkonklusive, inkonsistente og ikke-målbare OCA-egenskaper.

Allerede på slutten av 1960-tallet begynte OCA-egenskap-tilnærmingen å miste oppslutning. Tvil rundt OCA-teorien i sin daværende form førte til at det ble lett etter andre metoder for bestemmelse av mulige valutaområder. Den metoden som vant fram forsøkte å sammenligne økonomiske fordeler og ulemper ved deltagelse i et valutaområde (Tavlas 1993 og 1994, Mongelli 2002). Metoden kalles her for enkelhets skyld "cost-benefit-analyse". I dette avsnittet skal jeg i korte trekk beskrive hvorfor denne retningen vant fram og hvordan ulike forfattere definerer OCA-teorien i forhold til den.

Johnson (1969) beskriver OCA-teorien som en blindvei. Johnson (1969) vedgår at OCA-teorien utfordrer de "nasjonalistiske" forutsetningene som mange av argumentene debatten om flytende - versus faste kurser bygget på. Det passende området for en valuta vil ofte ikke følge politiske eller nasjonale grenser. Men Johnsen (1969) mener særlig to forhold ødelegger for OCA-teoriens relevans: For det første syntes det vanskelig å konkludere i forhold til størrelsen av et område. Arbeidskraftsimmobilitet og lønnsrigiditet indikerer at valutaområdet bør være minst mulig. Dermed kan valutakursjusteringer og endringer i monetærpolitikk foretas med færrest mulig uheldige sideeffekter. På den annen side skulle forholdene rundt OCA-egenskapen størrelse og åpenhet tilsi en maksimering av valutaområdets størrelse. Pengenes nytteverdi øker jo mer anvendbare de er og anvendbarheten øker jo større økonomien er. For det andre hevdet Johnsen (1969) at i det øyeblikket området for kapitalmobilitet og arbeidskraftsmobilitet ikke samsvarer med hverandre, vil analysen bli for kompleks til at den kan være opplysende.

Tavlas (1994) beskriver det første forholdet Johnsen (1969) tar opp som et *inkonklusivt* problem ved OCA-teorien. Fokus på ulike OCA-egenskaper kan medføre at samme område kan fortolkes som en kandidat både for felles valuta med tilstøtende områder og for fleksible

kurser mot de samme områdene. For det andre, som nevnt i 2.2.4., Tavlas (1994) hevder videre at en økonomi som er relativt liten som oftest er veldig åpen mot omverdenen⁷, men samtidig vil en slik økonomi være relativt lite diversifisert. Tavlas (1994) mener følgelig at OCA-egenskapene viser *inkonsistente* resultater fordi spesialisering og åpenhet for samme område gjør optimalt valutaregime ubestemmelig. En tredje årsak til at OCA-teorien mistet interesse var at OCA-egenskapene var vanskelige å måle eller kvantifisere. I tillegg er flere av egenskapene avhengige av hverandre, noe som kompliserer OCA-analysen ytterligere (Tavlas 1994, Mongelli 2002).

Johnsen (1969) oppsummerer de tidlige bidragene med følgende betraktninger: Kenens (1969) bidrag utvider den generelle likevektsanalysen Mundell (1961) og McKinnon (1963) legger til grunn på en fruktbar måte. I tillegg hevder Johnsen (1969) at Kenen (1969) tilfører OCA-teorien mer realisme. Men Johnsens (1969) konklusjonen er allikevel at det generelle likevektssystemet er inkonsistent og ufullstendig. Følgelig mente han at en annen tilnærming måtte til for å løse betalingsbalanseproblemene som Mundell (1961) tar utgangspunkt i. Johnsen (1969) antyder som mange senere forfattere at optimalitetsbetraktninger i forhold til valg av valutaregime er vanskelig. Han foreslår i stedet ulike nest beste løsninger, og mener videre at optimalitet kanskje i stedet skulle forstås i forhold til regler for mellomstatlig monetær politikk.

2.3.2. Flemings og Cordens kritikk av Optimalitetsforståelsen.

De nevnte problemene ved OCA-teorien ble forsøkt løst gjennom cost-benefit-analyser. Selv om siste del av Mundells (1961) artikkel nærmest kan oppfattes som en cost-benefit-analyse, regnes Fleming (1971) og Corden (1972) for å være først ute i denne sjangeren. (Men allerede tidlig på 50-tallet produserer Scitovsky (1958) en cost-benefit analyse av en mulig valutaunion i Vest-Europa.) Fleming (1971) vedgår at hans betraktninger rundt valutaspørsmål har mye til felles med de betraktningene OCA-teorien frambringer. Men Fleming (1971) tar avstand fra fokuset på optimale områder i OCA-teorien, og hevder i stedet at fokuset burde være hvorvidt det er "ønskelig" med felles valuta for to tilstøtende land. Mundells (1961) OCA følger ikke politiske grenser, mens Flemings (1971) utgangspunkt er om et gitt land bør

⁷ For små økonomier er det nødvendig å skille mellom utviklingsøkonomier og utviklede økonomier når det gjelder åpenhet. Det er mulig å tenke seg små utviklingsland som lukkede, men dette er vanskelig om ikke umulig for utviklede økonomier. Det er de utviklede økonomiene jeg har fokus på i denne oppgaven.

bli del av et større valutaområde. Videre mener Fleming (1971) at alternativet til felles valuta ikke er flytende kurser slik debatten rundt OCA-teorien syntes å implisere. Fleming (1971) mener alternativet er en videreføring av et fastkurssystem alà Bretton Woods. Denne vurderingen er vanlig blant forfattere med et Keynesiansk perspektiv på datidens valutadebatt.

Cordens (1972) artikkel er blant annet inspirert av Werner-rapporten fra 1970 og den videre debatten rundt økonomisk og monetær integrasjon i Europa. Werner-rapporten er forgjengeren til Delors-rapporten fra 1989. Begge rapportene anbefaler for Kommisjonen og Ministerrådet en trinnvis økonomisk og monetær integrasjon i Europa. I sin artikkel tildeler Corden (1972) ikke OCA-teorien som begrep eller teori noen eksplisitt rolle. Corden (1972) deler Flemings (1971) frustrasjon over å måtte gjøre en optimalitetsvurdering over inkonsistente og inkonklusive OCA-egenskaper (Mongelli 2002). Fleming (1971) og Corden (1972) benytter i stedet en cost-benefit-analyse til å vurdere det de henholdsvis kaller ”ønskelige -” og ”mulige valutaområder”. I disse arbeidene vurderes fordelene og ulempene ved felles valuta opp mot hverandre. Hvis fordelene i tilstrekkelig grad overgår ulempene eller at ulempene er veldig lave, da går det an å vurdere en valutaunion som ønskelig eller mulig. I forståelsen Corden (1972) legger til grunn er valutaområdet optimalt først når kostnadene eller ulempene er henimot fraværende.

Cordens (1972) forståelse av monetær integrasjon innebærer også ”fullstendig valutaunion”. Dette innebærer felles valuta for et definert område og at denne valutaens pengemengde reguleres av en felles sentralbank for hele det definerte området. En sentralbank innebærer en bank som utøver en felles monetær politikk for hele det definerte området. Dette siste er Mundell (1961) ikke helt klar på. Han antyder muligheten for flere sentralbanker, men i praksis sier Mundell (1961) at felles valuta medfører at rentene som settes må følge hverandre tett for å unngå reservetap og skader på konvertibiliteten. Det Fleming (1971) benevner som en monetærunion er i praksis det samme som Corden (1972) beskriver som fullstendig valutaunion. Jeg kommer videre til å benytte betegnelsene monetær- og valutaunion om hverandre. Da i betydningen under Cordens (1972) definisjon. Jeg ser ikke felles valuta med flere uavhengige sentralbanker som en aktuell problemstilling.

2.4. Oppsummeringer.

Til slutt i dette kapitlet er det på plass med noen oppsummeringer. Et optimalt valutaområde (OCA) er det optimale økonomiske området for en enkelt valuta eller en sammenslutning av flere valutaer hvor innbyrdes vekslingskurser er *ugjenkallelig* konstante. Et OCA er et område hvis geografiske grenser bestemmes av at dette området tilfredsstiller et sett med makroøkonomiske egenskaper, kalt OCA-egenskapene. Mundell (1961) mente først og fremst at faktormobilitet var den avgjørende egenskapen. Senere bidrag nyanserte dette. Videre har OCA-området fleksible kurser mot tilstøtende økonomiske områder.

Valutaområdet defineres som optimalt først hvis OCA-egenskapene i tilstrekkelig grad tilfredstilles (Mongelli 2002). De OCA-egenskapene jeg har valgt å framheve samsvarer stort sett med de gjengitt hos Tavlas (1993) og Mongelli (2002). Disse er "lønns- og prisfleksibilitet", "faktormobilitet", "størrelse og åpenhet", "likhet i produksjonsstruktur", "diversifisert næringsstruktur", "likhet i inflasjonsrater", "fiskal integrasjon", "finansmarkeds integrasjon" og "politisk integrasjon". Når et valutaområde i tilstrekkelig grad innehar disse egenskapene skulle dette medføre høy grad av intern - og ekstern stabilitet. Med "intern" menes her lav og stabil arbeidsledighet og inflasjon. Og med "ekstern" menes at betalingsbalansen med utlandet opprettholdes. Tilfredsstillelse av OCA-egenskapene skulle for det første redusere sannsynligheten for at valutaområdets regioner blir utsatt for egne sjokk. Derneft om slike sjokk allikevel inntreffer vil OCA-egenskapene bidra til raske nødvendige justeringer. Dermed vil den interne - og eksterne balansen kunne opprettholdes uten at det er behov for nominelle valutakursjusteringer innad i valutaområdet.

OCA-teorien er en veldig bredt sammensatt makroøkonomisk teori. En slik teori vil nødvendigvis ha elementer i seg som er mer eller mindre omstridte. Motsetningene dreier seg om hvilke av OCA-egenskapene som skal vektlegges som kritiske egenskaper for bestemmelse av OCA-områdets utbredelse. Videre vil OCA-områdets størrelse variere med hvilke OCA-egenskaper vi mener er viktige. Ved tilnærmet lik vektlegging av enkelte OCA-egenskaper kan vi dessuten få motstridende konklusjoner (Tavlas 1993, Mongelli 2002).

3. Om kostnadene ved en valutaunion.

3.1. Om stabiliseringspolitikk.

3.1.1. Monetær politikk.

Mundell (1961), McKinnon (1963) og Kenen (1969) har fokuset rettet på egenskapene eller kriteriene som må være oppfylte i fravær av det nominelle valutakursinstrumentet. Fraværet av egen monetær politikk i en fullstendig valutaunion fokuseres det lite på. Med monetær politikk menes her først og fremst at valutaens tilhørende rente og pengemengde kan benyttes til å justere ubalanser. Fokuset på optimale valutaområder i OCA-teorien gjør at Tavlas (1993) identifiserer det nominelle valutakursinstrumentet som det viktigste verktøytapet i en valutaunion. Andre årsaker til at monetær politikk generelt ikke var i fokus på 1950- og begynnelsen av 1960-tallet er følgende (Arnold 2002): 1) Renteelastisiteten for investeringer ble vurdert som liten. Justeringer av finanspolitikken; endringer i skattenivå og eller offentlige utgifter, ble benyttet til å stabilisere økonomien ved sjokk. 2) Vekslingskursene mellom valutaene var nøye fastlagt under Bretton Woods systemet. Den monetære politikken var bundet av å holde den eksterne balansen stabil og slik motvirke press mot valutakursene. 3) Den internasjonale kapitalmobiliteten var sterkt begrenset og regulert. Slik at endringer i den monetære politikken ikke ville utløse de helt store kapitalbevegelsene mellom land. Følgelig ville depresieringen bli mindre for en gitt rentesenkning.

Friedman og Schwartz ga i 1963 ut boken 'A Monetary History of the U.S.'. Denne vekket interessen for monetær politikk på ny. Her ble det påvist at pengemengden og BNP viser nesten sammenfallende bevegelser over konjunktursyklusene (Arnold 2002). Mork (1993) deler monetaristene inn i to kategorier etter reglene de foreskriver: Både Friedman (1953) og "OCA-monetaristene" argumenterer sterkt for å øke kapitalmobiliteten. Henimot frie kapitalbevegelser er å foretrekke. Imidlertid ville Friedman oppnå stabile pris-, lønns- og valutakursforhold ved å la pengemengden vokse langsomt som en regel. Mens Mundell og McKinnon ville oppnå de samme stabile forholdene ved å innføre faste valutakursforhold som "en regel". Regelen her er felles valuta etter en OCA-organisering. Dvs at valutaområdet

internt tilfredsstiller de OCA-egenskapene Mundell (1961) og McKinnon (1963) framhever og eksternt har flytende kurser mot tilstøtende valutaområder.⁸

Både Friedman (1953) og Meade (1957) argumenterte for flytende kurser framfor Bretton Woods systemet. Men i motsetning til Friedman foretrakk Meade (1957) flytende kurser fordi han ville frigjøre verktøy for stabilisering av økonomien. Spesielt under og umiddelbart etter etableringen av et frihandelsområde mente Meade (1957) at det var en fordel at rente- og tilhørende valutakursendringer kunne benyttes ved betalingsubalanser med partnerland.

Ved tap av uavhengig sentralbank mister hvert av valutasonens medlemsland muligheten til å korrigere egne ubalanser gjennom de monetære virkemidlene, herunder først og fremst renten (Tavlas 1993, Mongelli 2002). Ved flytende valutakurser vil renten i *samspill* med valutakursen bidra til å korrigere ubalansene. Hvis et land som i eksempelet fra kapittel 2 blir utsatt for et positivt etterspørselssjokk, vil en renteøkning dempe aggregert etterspørsel og produksjon. Husholdningenes lån og låneopptak blir dyrere og konsumet vil falle. Bedriftene vil skalere tilbake produksjonen pga fallende etterspørsel og bremse nye investeringer. Renteøkningen vil dempe lønns- og prisveksten i økonomien. Renteøkningen vil også føre til at landets valuta appresierer. Dette vil redusere aggregert etterspørsel og produksjon ytterligere. For flytende kurs regimer vil altså både renteøkningen i seg selv og den påfølgende appresieringen bidra til å gjenopprette den eksterne – og interne balansen. Ved et negativt etterspørselssjokk vil økonomien samsvarende gjenvinne intern - og ekstern balanse ved en rentereduksjon og påfølgende depresiering (Corden 1972, DeGrauwe 2005).

Ved faste kurser kan renten bare i mindre grad benyttes til å korrigere balansene ved høy grad av kapitalmobilitet. En implikasjon av den innflytelsesrike Mundell-Fleming modellen, som i stor grad er basert på Fleming (1962) og Mundell (1963), er at ved fastkurs og imperfekt kapitalmobilitet så har rentejusteringer innenfor et intervall fortsatt muligheten til å korrigere

⁸ En kan alltså stille spørsmål ved hvor fruktbart det er å kategorisere økonomer. Mundells arbeider er i tillegg preget av mye tvisyn (Dornbusch 2000). Mundell starter sin karriere som en slags keynesianer. Han utforsker hva slags politikk som kan oppnå full sysselsetting og ekstern balanse gitt at vi har åpne økonomier med frie kapitalmarkeder. 'A Theory of Optimum Currency Areas' kan sees som en beskrivelse av hvordan en bør strukturere økonomiene for å få et best mulig resultat av stabiliseringspolitikk. Men med den voksende inflasjonen mot slutten av 60-tallet skifter fokuset mot stabile prisforhold og monetære spørsmål. Arbeidsledighet bekymrer han seg ikke lenger over (Dornbusch 2000). McKinnon har ikke en like tydelig "forvandling" som Mundell. McKinnon (1963) er tydelig opptatt av stabile prisforhold og ineffektiv stabilisering som kan lede til inflasjon, men også han diskuterer bruk av fiskale og monetære virkemidler som kan sikre full sysselsetting. Sikkert er det i hvert fall at på 70-tallet er Mundell og McKinnon blitt det Willet (2001) kaller "verdens monetarister".

interne – og eksterne ubalanser. Hvis ubalansene skulle være så store at renten ville måtte bevege seg utenfor intervallet, vil dette være umulig da for store kapitalbevegelser utløses. For eksempel vil en rentesenkning ikke kunne benyttes til å korrigere et negativt etterspørselssjokk som rammer en eksportnæring, da dette bare utløser kapitalflukt og en forverring av balansene (Tower og Willet 1976, Rødseth 2000). Som forklart i kapittel 2 ville landet i eksempelet unngå en mulig lengre periode med negativ ubalanse om det valgte å devaluere.

Jeg slår fast at tapet av de monetære virkemidlene vil utgjøre en kostnad for et land i en valutaunion. Denne kostnaden vil tilsvarende tapet av egen valuta være høyere jo mindre OCA-egenskapene er oppfylt. Jo mindre OCA-egenskapene er oppfylt, jo mer omfattende og langvarig vil arbeidsledigheten være ved et negativt etterspørselssjokk. Det er denne *ekstra* ledigheten Corden (1972) kaller kostnaden ved å gi fra seg egen valuta og sentralbank.

3.1.2. Implikasjoner av stor kapitalmobilitet og liten arbeidskraftsmobilitet.

Fleming (1971) og Corden (1972) avviser at lønns- og prisleksibiliteten er gjennomgående stor nok for et felles europeisk valutaprojekt. Corden (1972) mener at den ekstra ledigheten i lavkonjunkturregioner er vesentlig immobil. Følgelig vil import av arbeidskraft i mindre grad kunne løse inflasjonsproblemer i høykonjunkturregioner. Og selv om arbeidskraften hadde vært svært flyttbar, ville flytte-, omstillings- og opplærings-kostnader blitt store fordi arbeidskraft ville måtte sendes fram og tilbake mellom regioner og næringer i forskjellige konjunkturfaser (Corden 1972). Fleming (1971) deler Cordens (1972) bekymringer og sier at mobilitet av konjunkturledige ikke rettferdiggjøres fra et strukturelt synspunkt. Imidlertid gjør Fleming (1971) et viktig skille mellom den potensielle mobiliteten hos langtidsledige og kortidsledige. Strukturelt ledige som følge av et permanent negativt etterspørselssjokk vil være relativt mobile.

Rundt 1960 arbeider Mundell svært mye med implikasjoner av fjerning av vekslingskontroll og følgelig økt internasjonal kapitalmobilitet (Dornbusch 2000). Betydningen av kapitalmobilitet for økt internasjonal handel og investeringer var allerede lenge blitt framhevet, for eksempel hos Friedman (1953) og Scitovsky (1958). Kapital inngår som en likeverdig komponent med arbeidskraft i faktormobilitets-egenskapen til Mundell (1961). McKinnon (1963) mener at dersom arbeidskraften er immobil, kan effektiv kapitalmobilitet

likevel føre til at vekstnæringer etablerer seg i regioner med ledighet. Deflasjon i disse regionene vil gjøre at kapital tiltrekkes av et lavere kostnadsnivå over tid (McKinnon 1963). Fleming (1971) åpner også for muligheten av at langtidsledige vil flytte fra slike lavkostnadsregioner og dermed redusere ledighetsproblemene. Men Fleming (1971) sier at stor kapitalmobilitet vil *forsterke* asymmetriske konjunktursvingninger selv mellom høykostnads- og lavkostnadsregioner i en valutaunion. Fleming (1971) mener imidlertid *ikke* at dette fratar Mundells (1961) faktormobilitetsegenskap all relevans. Kenen (1969) og Fleming (1971) mener nemlig at Mundell (1961) forutsetter at regionene i et OCA-område har en næringsstrukturell komposisjon som gjør at konjunktursyklene er relativt like. Fleming (1971) sier imidlertid at kapitalmobilitet vil fortsatt forsterke de inverse konjunktursyklene om ubalansene har sitt opphav i ulik regional kostnadsutvikling. Men en felles valuta vil blant annet i seg selv gjøre interregionale pris- og lønssammenligninger viktigere (Corden 1972). Rasjonelle aktører i høykostnadsregioner vil ikke ha incentiv til å forårsake ubalanser som skyldes for høyt internt kostnadspress (Mundell 1973a). Videre er det slik at Kenens (1969) vektlegging av diversifisert næringsstruktur i høy grad vil redusere asymmetriske konjunktursvingninger mellom regioner. Høy kapitalmobilitet vil bare gjøre en diversifisert regional næringsstruktur mer effektiv i forhold til sjokkabsorpsjon.

Videre er det slik at en valutaunion i seg selv bidrar til økt kapitalmobilitet (fyldig omtalt i kap.4). Deregulerte kapitalstrømmer og valutaunion vil i fellesskap føre til et dypere og mer likvid finansmarked i unionen (Corden 1972, Mundell 1973a og -b, Tower og Willet 1976). Oppsummert er høy grad av kapitalmobilitet en viktig forutsetning for at en valutaunion skal lykkes (og gi gevinster) når vi i utgangspunktet for eksempel har innslag av nominell lønnsrigiditet og immobil arbeidskraft. Kenen (1969) og Fleming (1971) mener imidlertid dette forutsetter en viss grad av sammenfallende konjunktursykler. Mens Mundell (1973a og -b) mener at kapitalmarkedsintegrasjon og vare- og tjenestemarkedsintegrasjon i en valutaunion vil generelt dempe problematiske konjunktursvingninger. Det må tillegges her at Fleming (1971) mener plutselige eksogene endringer i incentiv, uansett årsak, til å investere i en region framfor i de andre, forsterker eller til og med kan skape ubalanser på kort sikt.

Fleming (1962) og Mundell (1963) viser i respektive berømte artikler hvilke implikasjoner kapitalmobilitet har for stabiliseringspolitikk i en liten og åpen økonomi. Særlig Mundell (1963) analyserer effektene av høy (perfekt) internasjonal kapitalmobilitet. Nå vil en liten og åpen økonomi ikke kunne opprettholde et rentenivå som skiller seg fra utlandets da store

destabiliserende kapitalstrømmer lett utløses. Hovedkonklusjonen for en slik økonomi i et *fastkurssystem* vil være at finanspolitikken stabiliserer den interne balansen mens den monetære politikken blir benyttet til å holde den eksterne balansen stabil. (Motsatt konklusjon er dynamisk ustabil). En kan her si at den monetære politikken bare tilpasser seg og forsterker endringer i finanspolitikken. Selvstendige endringer i den monetære politikken fører bare til helt motsvarende endringer i valutareservene om de fastsatte vekslingskursene skal holde. Under *flytende kursregimer* vil henimot perfekt kapitalmobilitet utløse store endringer i vekslingskursen hver gang den monetære politikken endres. Ved ekspansiv monetær politikk vil depresieringen bidra til økt etterspørsel og produksjon i varemarkedet helt inntil den tilhørende økte pengeetterspørselen utligner den initiale pengemengdeøkningen. Mundell (1963) sier at i grensetilfellet der kapitalmobiliteten går mot uendelig, vil rentesenkningen gå mot null.

Jo høyere kapitalmobiliteten er mellom kandidatlandene for en valutaunion og uansett valutaregimè kandidatlandene har ved høy kapitalmobilitet, jo mindre effektive vil de monetære virkemidlene *i seg selv* være for stabilisering av økonomien. Jo mer kandidatlandenes konjunkturer viser samvariasjon og jo høyere faktormobiliteten er mellom kandidatlandene, jo mer er landene egnet for en valutaunion. Jeg mener at det er dette som er årsaken til at Mundell (1961), McKinnon (1963) og Kenen (1969) fokuserer utelukkende på tapet av det nominelle valutakursinstrumentet i sine artikler om OCA-teorien. I ytterpunktet; hvis selv korttids arbeidsledige er perfekt mobile i valutaområdet, er all intern stabiliseringspolitikk overflødig å diskutere. Da kan fokuset rettes alene mot det eksterne valutakurs instrumentet.

3.1.3. Tre punkter om finanspolitikken i en valutaunion.

Fleming (1962) og spesielt Mundell (1963) diskuterer finanspolitikk under betingelsen av høy internasjonal kapitalmobilitet og derav godt integrerte finansmarkeder. Disse resultatene fra Mundell-Fleming modellen drar Corden (1972) opplagt stor nytte av når han diskuterer finanspolitikken for et land i en valutaunion.

Det første problemet gjelder **negativ offentlig budsjettbalanse og offentlig gjeld**. Jeg ser her på et tilfelle hvor eksportnæringene i et land i unionen står overfor et permanent negativt etterspørselssjokk. Landet kan selvsagt ikke devaluere. Dermed vil etterspørselsnivået som kreves for å holde den interne balansen ikke sammenfalle med etterspørselsnivået som kreves

for å holde den eksterne balansen (Corden 1972). Lønns- og prisrigiditeter og interregional immobil arbeidskraft gjør at arbeidsledigheten kan tenkes å bli langvarig. For å gjenopprette den negative interne balansen kan landet føre en ekspansiv finanspolitikk. Denne kan først finansieres ved å trekke på finansformuen, men vil over tid måtte skje ved for eksempel å utstede statsobligasjoner i det integrerte finansmarkedet. Ekspansjonen kan bli stor og langvarig pga de strukturelle forholdene nevnt over. Budsjettunderskuddene vil over tid føre til at landet pådrar seg en stor gjeldsbyrde. (Dette integrerte finansmarkedet vil generelt prise lån etter risiko for mislighold, men integrasjon og sammenveving av låneprodukter kan vanskeliggjøre identifikasjon av enkelt land (De Grauwe 2005). I tillegg mener De Grauwe (2005) at partnerland i unionen kan komme til å garantere lånene og dermed redusere risikoen. Partnerland kan gjøre dette for å forebygge en generell gjeldskrise, da mislighold kan gjøre at flere av unionens finansinstitusjoner får problemer.)

I en valutaunion vil landet trolig stå overfor et enda dypere og mer likvide finansmarked. Men hvis det permanente etterspørselssjokket har rammet et land som utgjør en stor andel av valutaområdet, kan landets lånebehov vokse raskere enn vekstraten for ressurstilgangen til unionens kapitalmarked og selve unionens renter kan bli presset opp. Corden (1972) nevner de to største delstatene i Australia eller potensielt et av de fire store Vest-Europeiske landene som eksempler på slike land. Dette vil trolig også føre til at unionens valuta appresierer. Den ekspansive finanspolitikken i landet vil utsette partnerland i unionen for en uønsket kontraktiv monetær politikk. Hvis sentralbanken skulle velge å holde renten nede ved å tilføre finansmarkedet mer penger, vil dette oppleves som for ekspansivt da et land tilsynelatende kan låne ubegrenset. Corden (1972) sier at ingen regjering kan forvente at gjeldsfinansiering av budsjettunderskudd kan skje *ubegrenset* i en valutaunion. Dette gjelder også små land fordi mislighold kan lede til problemer andre steder i union. I tillegg kan overdreven opplåning i et lite land føre til at liknende opplåning blir ”moralsk” lettere for andre land. Dermed vil lignende problemene oppstå som når et større land låner for mye.

Det andre problemet omhandler **innretningen av finanspolitikken og handelsbalansen.**

Landet som står overfor det permanente negative etterspørselssjokket, kan endre innretningen av finanspolitikken og slik gjenopprette balansene. Spesielt kan firmabeskatningen og skatt på renter og utbytte reduseres. Høy kapitalmobilitet fra inn- og utland vil gjøre at investeringer og aktivitet vil ta seg opp igjen (Fleming 1971, Corden 1972). Eventuell initial gjeldsvekst

som skattekuttet medfører er lite problematisk hvis inntektsveksten overstiger lånerenten (De Grauwe 2005).⁹

I en valutaunion vil det inntil en viss grad være aksept for at finanspolitikken benyttes til å stabilisere sjokk og at lavkostnadsland drar fordel av kapitalstrømmer for å stimulere vekst. Men at skatter og avgifter benyttes mer enn helt nødvendig for å tiltrekke seg investeringer i vekstnæringer eller viktig arbeidskraft, vil være uakseptabelt. En positiv handelsbalanse og høy vekstrate vil nå vesentlig være finansiert av kapital fra partnerland. Partnerlandene trenger denne kapitalen like mye. Corden (1972) kaller dette for en ”beggar-thy-neighbours” politikk. Skal kapitalmarkedene arbeide effektivt og stimulere handel og investeringer der disse reelt kaster mest av seg, må skatter og avgifter til en viss grad *harmoniseres*. For å hindre at kapitalmobilitet skaper ubalanser i en valutaunion, nevner Corden (1972) spesielt at firmabeskatningen og at skatt på renter og utbytte må harmoniseres.

Det siste problemet kan synes å bli større i fravær av effektive og integrerte finansmarkeder. Dette dreier seg om **størrelsen på det føderale budsjettet versus de regionale budsjettene**. Behovet for et stort og omfattende føderalt budsjett blir større om finansmarkedene bare i mindre grad kan framskaffe kapital som kan lindre sjokk og bidra til at ny virksomhet utvikles. I dette tilfellet vil føderale automatiske stabilisatorer og målrettet budsjettpolitikk måtte spille en større rolle for stabilisering av sjokk og for stimulering av ny vekst. Kenen (1969) og Corden (1972) diskuterer vagt hvor omfattende den fiskale integrasjonen bør være. Kenen (1969) mener at den optimale fiskale integrasjonen impliserer minimum en størrelse hvor stordriftsfordelene fullt ut utnyttes. Kenen (1969) nevner spesielt at forsvar og en del annen tjenesteyting bør skje over det føderale budsjettet. Hvert land i en valutaunion vil selvsagt dra nytte av store føderale budsjett, men jo mer de føderale budsjettene beslaglegger av det regionale skattegrunnlaget jo *mindre handlingsrom* vil det være for regional budsjettpolitikk. Jo mer omfattende fiskal integrasjon, jo flere begrensninger vil dette tilsvarende utgjøre for regionale budsjetter. Mindre budsjetter gjør det vanskeligere å stabilisere ubalanser med regional finanspolitikk.

⁹Eller for et åpent land kan det samme skattekuttet finansieres etter McKinnons (1963) oppskrift: En liten økning av inntektsskatten og eller et lite kutt i offentlige utgifter kan konsentreres til større skatteutt for potensielle vekstnæringer. Økt skatt på konsum gjenoppretter den eksterne balansen, mens skatteletten for vekstnæringer gjør at arbeidsstyrken omfordres til mer produktive yrker. Substitusjon i favør av importkonkurrerende - og økt eksport hos den eksportkonkurrerende industri gjør at det reduserte konsumet bare vil føre til økt ledighet i skjermet sektor. For en veldig åpen økonomi blir denne ekstra ledigheten liten (McKinnon 1963).

Flere eksempler kunne ytterligere vise at hvert lands mulighet til å utøve finanspolitikk vil stå overfor begrensninger i en valutaunion. Hvis disse begrensningene reduserer landets muligheter til å stabilisere sjokk, må dette gjøres på en forsvarlig måte over de føderale budsjettene. Men sett fra et regionalt synspunkt kan frihetstapet begrensningene utgjør, sees som en kostnad ved et medlemskap i en valutaunion. Corden (1972) mener også at finanspolitikk generelt er lite fleksibel på kort sikt i forhold til å stabilisere økonomien. Hvis det er vanskeligere å stabilisere konjunktursvingninger med finanspolitikken enn med monetær politikk og valutakurs instrumentet, da skulle vanskelighetene den lave fleksibiliteten medfører være en ekstra kostnad når finanspolitikken blir et relativt viktigere regionalt virkemiddel.

3.2. Et 70-talls perspektiv på ulik regional kostnadsutvikling.

3.2.1. Phillipskurven.

I en valutaunion mister hvert land selvsagt kontroll over eget valutakursinstrument og egen monetær politikk. I tillegg vil mulighetene til å utøve egen finanspolitikk være begrenset. Eventuelle asymmetriske sjokk og asymmetrisk vekst landene i mellom krever i denne situasjonen at lønninger og priser er tilstrekkelig fleksible. Fleming (1971) og Corden (1972) mener at ulik "optimal kostnadsutvikling" innad i europeisk land vanskeliggjør mulighetene for en felles valuta blant kandidatlandene i Vest-Europa (Tavlas 1993, Mongelli 2002).

Fleming (1971) og Corden (1972) argumenterer *med utgangspunkt i* den, inntil datidens, empirisk observerbare Phillipskurve-relasjonen: I motsetning til Mundell-Fleming modellen innebærer AS-AD modellen at utøvelse av stabiliseringspolitikk vil påvirke inflasjonen (Arnold 2002). I den keynesianske AS-AD modellen vil offentlig politikk som øker etterspørselen kunne opprette nye likevekter langs en stigende tilbudskurve. I de nye likevektene vil aktivitets- og inflasjonsnivået være høyere enn i utgangspunktet (Arnold 2002).¹⁰ Den sentrale forutsetningen er nominell lønnsrigiditet og følgelig reallønnsfleksibilitet (Corden 1972, Arnold 2002). En stigende tilbudskurve innebærer at lønningene ikke kan vokse relativt like mye som prisene. Bedriftene er villig til å øke bemanningen så

¹⁰ Strengt tatt er det prisnivået og ikke inflasjonsnivået som endrer seg i AS-AD modellen. Men dette vil innebære at inflasjonen er null også i de nye likevektene. Imidlertid er AS-AD modellen en forenkling som ikke fanger opp hvordan inflasjonsnivået endrer seg. Mork (1993) løser problemet enkelt ved å legge til en Phillipskurve-relasjon. En vedvarende ekspansiv endring av etterspørselen vil øke inflasjonsnivået.

lenge det siste timeverket produsert gir et grenseprodukt som er større eller lik reallønna. Følgelig vil en prisstigning og dermed fallende reallønn medføre høyere produksjon (Mork 1993, Arnold 2002). Ekspansiv offentlig politikk vil føre til overskuddsetterspørsel. Bedriftene oppdager at de kan øke prisene og allikevel få solgt samme volum. Prisøkningene vil dempe etterspørselsøkningen noe, men den nye likevekten vil innebære et høyere inflasjons- og produksjonsnivå om ekspansjonen er permanent (Mork 1993). Den nominelle lønnsrigiditeten kan skyldes flere ting: Friedman (1953) framhevet institusjonelle rigiditeter, Corden (1972) mener at lønnsøkningene ved en gitt etterspørselsøkning vil generelt være mindre jo lavere aktivitetsnivået er i økonomien.

På kort sikt, dvs "noen år", mener Samuelson og Solow (1960) at Phillipskurven utgjør en "meny" over oppnåelige kombinasjoner av inflasjon og arbeidsledighet. Myndighetene kan ved å øke etterspørselen oppnå lavere ledighet og høyere produksjon mot at inflasjonen blir liggende på et høyere nivå. Men jo lavere ledighet og høyere produksjon myndighetene velger, jo større er sannsynligheten for at disproporsjonaliteten i relasjonen vil gjøre inflasjonen utålelig stor. (Phillipskurven krummer inn mot origo.)

Samuelson og Solow (1960) beskriver to mulige avveininger mellom inflasjon og arbeidsledighet. Den *første* er en situasjon hvor myndighetene prioriterer prisstabilitet. For å få en lav og stabil prisutvikling må lønnsveksten ikke være noe særlig høyere enn produktivitetsveksten. Kostnaden her vil være en relativt høy ledighet og følgelig lavere produksjon. Den *andre* situasjonen er en situasjon med betydelig lavere ledighet. Kostnaden her vil være høyere inflasjon og mer ustabil prisutvikling. (Samuelson og Solow (1960) beregner i det siste tilfellet en "prisindeks"-økning på 4-5 prosent per år.) Samuelson og Solow (1960) åpner for at å dempe etterspørselen vil medføre at Phillipskurven på lang sikt, 10 år antydes, vil skifte nedover i Phillipskurve-diagrammet. Dette betyr at sysselsettingen og produksjonen vil kunne bli tilsvarende utgangspunktet, mens prisstabiliteten kan bli like bra som i den første situasjonen beskrevet over. Men Samuelson og Solow (1960) framhever at på kort sikt kan kostnadene bli betydelige i form av høy arbeidsledighet mens pris- og lønnsveksten bare langsomt avtar. Hva verre er; Samuelson og Solow (1960) antar at den motsatte situasjonen er like sannsynlig på lang sikt. Strukturelle forhold kan gjøre at ledigheten bare vokser *uten* at inflasjonen reduseres. Reduksjonen i etterspørsel vil i dette tilfellet føre til at Phillipskurven skifter oppover i diagrammet. Følgelig vil opprettholdelse av den initiale prisstabiliteten kreve stigende ledighet. På sikt sier Samuelson og Solow (1960) at

de ikke har grunnlag til å si noe sikkert om hvilken vei kurven vil skifte ved en permanent etterspørselsreduksjon, men de sier at reduksjonen trolig vil påvirke kurvens posisjon noe.

Selv om det skulle lykkes å få økonomien over i en situasjon med prisstabilitet, mener Samuelson og Solow (1960) at det initiale produksjonstapet ledigheten medfører *ikke* vil snus ved økt vekst. Tvert imot ser Samuelson og Solow (1960) for seg at en høyinflasjonsøkonomi og en lavinflasjonsøkonomi, slik beskrevet i situasjonene over, vil vokse med omtrent samme vekstrater. Samuelson og Solow (1960) ser ikke for seg avgjørende årsaker til at en lavinflasjonsøkonomi vil kunne oppnå relativt høyere vekst gjennom økt faktorproduktivitet.

3.2.2. Utgangspunktet for Fleming og Cordens analyse av kostnader ved en valutaunion.

I sin analyse av kostnadene ved en valutaunion legger Fleming (1971) og Corden (1972) til grunn høy grad av internasjonal faktorimmobilitet, men denne immobiliteten skyldes ikke restriksjoner myndighetene har konstruert for å holde betalingsbalansen stabil. Fleming (1971) nevner at faktorimmobiliteten kan skyldes imperfekt konkurranse i produkt- og faktormarkedene. Videre forutsetter Fleming (1971) og Corden (1972) nominell lønnsrigiditet. Corden (1972) sier at nominelle lønninger generelt ikke er fleksible nedad og at liten nytte forbindes, særlig i Tyskland, med lønns- og prisfleksibilitet oppad. Fleming (1971) sier at det for hvert land eksisterer et inverst langsiktig forholdt, uansett kortsiktige forstyrrelser, mellom arbeidsledighet og inflasjon.

Fleming (1971) mener kostnadene ved bortfallet av det nominelle valutakursinstrumentet og den monetære politikken for et land i en valutaunion kan deles i to hovedkategorier. Den første kategorien oppstår ved *statiske eksterne sjokk*. Dette kan være kortvarige eller permanente endringer av handelsvilkår. Den andre kategorien oppstår ved *ulik dynamisk intern kostnadsutvikling* i deltagende land. Lønns- og prisveksten varierer blant annet med det nasjonale foretrukne nivået på arbeidsledighet. Fleming (1971) nyanserer noe og sier at "utbrudd" av økt fagforeningsaktivitet kan fungere som interne statiske kostnadssjokk. Eksistensen av begge disse to kategoriene kostnader tilsier at nominelle valutakursjusteringer kan være å foretrekke ved behov for gjenopprettelse av den interne - og eksterne balansen. Ved den første kategorien vil en depresiering bedre handelsvilkårene ved negative eksterne sjokk. Ved den andre kategorien vil depresieringer bidra til å holde realkursene og

handelsbalansen stabil ved relativt høyere intern lønns- og prisvekst. Den første kategorien har jeg omtalt tidligere, mens den andre kategorien vil være tema i de påfølgende avsnitt.

Det er på plass med en presisering i forhold til den andre kategorien: Kjøpekraftsparitet innebærer at et lands inflasjonsrate må være lik depresieringsraten mot en handelspartners valuta pluss handelspartnerens inflasjonsrate. Hvis kjøpekraftsparitetsvilkåret gjaldt i absolutt forstand, ville det ikke ha vært mulig med ulike inflasjonsrater mellom medlemmene av Bretton Woods systemet. På 60-70-tallet var imidlertid handelsstrømmene betydelig lavere enn i dag. Blant annet derfor hadde kjøpekraftsparitet vilkåret, spesielt på kort sikt, enda mindre empirisk relevans enn det vilkåret fortsatt har opp til vår tid (Rødseth 2000, Arnold 2002). Men over tid kunne ikke kostnadsutviklingen mellom to handelspartnere være slik at det ene landet følger en lavinflasjonsbane mens det andre landet en høyinflasjonsbane slik for eksempel Samuelson og Solow (1960) skisserer. Ulik etterspørselspolitikk og følgelig ulik kostnadsutvikling ville etterhvert føre til at handelsbalansene ble forstyrret. Slik Fleming (1971) påpeker ville det til slutt oppstå kriser hvor vekslingskursforholdene måtte justeres slik at handelsbalansene ble gjenopprettet.

På slutten av 60-tallet begynte USA, ankeret i Bretton Woods systemet, å føre en langt mer ekspansiv politikk. Dollaren ble satt under press og måtte til slutt devaluere (opphøve gullstandarden). Mye som følge av dette begynte inflasjonsratene å variere mer blant Bretton Woods landene. Selve valutasamarbeidet brøt helt sammen i 1973 (Mork 1993). Rundt 1970 er troen på Phillipskurve-relasjonen fortsatt sterk blant de keynesianske økonomene. Kenen (1969) kommer med kritikk av Mundell (1961) og McKinnon (1963) for ikke å ha diskutert kostnadene ved tapet av muligheten til å velge en egen optimal "policy mix" i en valutaunion.¹¹ Flytende kurser var foreløpig ikke et alternativ. Det var fortsatt slik at finanspolitikken med den monetære politikken på "slep" skulle benyttes til å bestemme aktivitetsnivå og kostnadsutvikling, men da med mer fleksible kurser enn i den stabile Bretton Woods fasen. Jo mer fleksible valutakurser, jo mer rom er det for et land til å føre egen uavhengig etterspørselspolitikk "langs" en Phillipskurve. Det er i dette makroøkonomiske landskapet Fleming (1971) og Corden (1972) skriver sine analyser. (Da Bretton Woods samarbeidet brøt helt sammen i 1973, oppstod det en periode hvor landene hadde innbyrdes

¹¹ Kenen (1969) bare nevner dette uten egentlig å diskutere disse kostnadene selv. Kenen (1969) er mer opptatt av å diskutere relevansen av Mundells (1961) faktormobilitetsegenskap. Men Kenen (1969) tilkjenner en forståelse av det han benevner som optimal "policy mix" som viser at han trolig er på linje med Flemings (1971) og Cordens (1972) analyse av kostnadene under (3.2.3.).

flytende kurser. I denne perioden skriver feks Tower og Willet (1976) om mulighetene til å benytte monetær politikk *alene* til å oppnå en ønsket avveining mellom inflasjon og ledighet.)

3.2.3. Problemene ved ulik regional kostnadsutvikling.

Corden (1972) hevder at hvert enkelt land har et unikt optimalt punkt på Phillipskurven hvor den nominelle lønnsveksten (kostnadsutviklingen) er i et bestemt forhold til arbeidsledigheten.¹² Dette optimale punktet beskrives videre som punktet for den interne balanse. Fleming (1971) og Corden (1972) lister følgende tre *viktige* årsaker til at dette punktet for intern balanse avviker mellom land: 1) Fagforeningenes styrke og aggressivitet i forhold til lønnskrav varierer. Samt at strukturelle trekk som påvirker ledigheten varierer. 2) Produktivitetsveksten i hvert enkelt land. Ulik arbeidsproduktivitet skyldes blant annet landenes kapitalakkumulasjon, teknologiske utviklingsnivå, etc. 3) Myndighetenes foretrukne avveining mellom ledighet og inflasjon. Av disse vil 1) i første rekke påvirke posisjonen til kurven i Phillips-diagrammet. Jo mer pågående fagforeningene er i forhold til lønnskrav, og jo mer rigid den strukturelle ledigheten er, jo mer inflasjon må til for å holde et gitt ledighetsnivå. Mens 2) og 3) vil i første rekke bestemme hvor på kurven landets optimale punkt ligger. Høyere produktivitetsvekst medfører lavere inflasjon gitt nominell lønnsvekst. Mens jo mer ekspansiv etterspørselspolitikk myndighetene fører, jo mer foretrekkes lav ledighet framfor lav inflasjon.

Corden (1972) konkluderer med at de innbyrdes avstandene eller – avvikene mellom landenes optimale punkter vil være avgjørende for kostnadene ved en valutaunion. Jo større avstander, jo mer vil ulik kostnadsutvikling landene i mellom føre til innbyrdes betalingsubalanser (Fleming 1971). Hvis OCA-egenskapene i mindre grad oppfylles og unionen har regler som for eksempel begrenser offentlig gjeld og harmoniserer skattepolitikken, jo større kostnader vil unionen anta i form av prisstigning for land som i utgangspunktet hadde lav kostnadsutvikling eller arbeidsledighet for land med høy kostnadsutvikling i utgangspunktet. Unionens avveining mellom inflasjon og ledighet vil samlet sett medføre større kostnader jo større spredning det er blant de samme nasjonale avveiningene (Corden 1972).

¹² Corden (1972) holder forenklet kapitalavkastningen konstant slik at produktivitetsveksten er lik reallønnsveksten. Reallønn er nominell-lønn dividert med prisnivå. Reallønnsveksten blir da kronetillegget ved lønnsoppgjørene (nominell lønnsvekst) minus inflasjonen. Jo høyere kronetillegg ved lønnsoppgjørene jo høyere inflasjon (eller motsatt) for et gitt produktivitetsvekstnivå.

Avveining av inflasjon og arbeidsledighet på føderalt nivå vil bestemme hvor mye lavere eller høyere inflasjon og arbeidsledighet hvert enkelt medlemsland ville måtte tåle. Om unionen velger en ekspansiv monetærpolitikk som medfører en relativt høy inflasjonsrate og lavt ledighetsnivå, vil lavinflasjonsland måtte betale i form av høyere inflasjon. Og motsatt; høyere ledighet for høyinflasjonsland om unionen skulle velge en lav inflasjons-ledighetsrate gjennom relativt kontraktiv monetærpolitikk (Fleming 1971, Corden 1972). For at et høyere ledighetsnivå eller en høyere inflasjonsrate skal utgjøre en kostnad, må selvsagt Phillipskurvenes initiale plassering være slik at kostnaden ikke fullt ut motregnes av en gevinst i form av lavere inflasjon eller lavere ledighet. Fleming (1971) og Corden (1972) mente jo at hvert lands interne balanse var optimal i den forstand at inflasjon-ledighetsforholdet ikke kunne minimeres ytterligere for eksempel gitt hvert lands preferanser. Følgelig utgjorde ethvert annet punkt på Phillipskurven en kostnad.

Fleming (1971) og Corden (1972) sier man ikke uten videre initialt kan fastslå hvordan unionens avveining mellom inflasjon og ledighet vil være. Men Fleming (1971) og Corden (1972) mener for det første at unionen trolig vil medføre en dårligere Phillipskurve-plassering for hvert enkelt land og følgelig en forverring av inflasjons-ledighetsforholdet totalt sett.¹³ Dette innebærer at gitt samme samlede ledighetsnivå som forut for unionen, da vil union medføre et relativt høyere inflasjonsnivå for valutaområdet ex post enn hva det veide gjennomsnittet var blant deltagerlandene ex ante. På samme måte innebærer unionen høyere samlet arbeidsledighet om inflasjonen holdes lik det veide gjennomsnittet ex ante. For det andre mener Fleming (1971) at det er landene med et underskudd på den eksterne balansen som vil måtte ta de største kostnadene ved en valutaunion. Høy inflasjon medfører nå underskudd på betalingsbalansen. Betalingsbalansen kan ikke gjenopprettes ved devaluering eller depresiering. Landet vil også stå overfor unionens relativt mer kontraktive monetære politikk. Dette betyr at et høyinflasjonsland står overfor en smertefull deflasjonsprosess med vedvarende høyere ledighet. Men Fleming (1971) modifiserer dette ved å legge til at unionen kan medføre økt ansvarlighet ved at overskuddsland blir mer tilbakeholdne med å føre ekspansiv politikk. Dette pga de forverrede konsekvensene ved å havne i underskudd senere. Fleming (1971) mener at overskuddsland har et mye bedre utgangspunkt for å holde seg i nærheten av sitt foretrukne punkt på inflasjons-ledighetskurven. Dette fordi disse landene kan akkumulere reserver ved strammere finanspolitikk og således holde inflasjonen nede.

¹³ Dette ble også omtalt i avsnitt 2.2.4..

3.2.4. Ulik regional kostnadsutvikling og faktormobilitet.

Mundell (1961), McKinnon (1963) og Kenen (1969) diskuterer ikke mulige problemer ved ulik regional kostnadsutvikling i OCA-området. Både "OCA-forfatterne", Mundell (1961), McKinnon (1963) og Kenen (1969), og "cost-benefit-forfatterne", Fleming (1971) og Corden (1972), forutsetter høy grad av lønns- og prisrigiditet. Spesielt vektlegges nominell lønnsrigiditet. Men forfatterne skiller lag ved faktormobilitetsegenskapen. I følge Kenen (1969) og Fleming (1971) var Mundells (1961) valutaområder organisert i regioner med tilstrekkelig lik produksjonsstruktur. Dette forebygger regionale asymmetriske sjokk. Videre framhevet Mundell (1961) spesielt at valutaområdene måtte ha faktormobilitet mellom regionene. Ulik kostnadsutvikling mellom regionene i en slik situasjon vil være umulig. Ved høy faktormobilitet vil kapital strømme fra høykostnadsregionene til lavkostnadsregionene, mens arbeidskraft vil bevege seg motsatt vei. Dette vil på sikt redusere og utligne forskjellene i lønns-, pris- og ledighetsnivå mellom regionene. Fortsatt kan vi ha situasjoner med regionale kostnadssjokk i valutaområdet hvor både kapital og arbeidskraft strømmer mot regionene hvor kostnadene vokser, men underskudd på betalingsbalansen og en påfølgende deflasjonsprosess bidrar til at faktorstrømmene reverseres.

McKinnon (1963) og Kenen (1969) mente Mundell (1961) la for stor vekt på faktormobilitet. Spesielt mente McKinnon (1963) og Kenen (1969) at arbeidskraften var lite mobil mellom regioner og næringer. Men McKinnon (1963) mente at kapitalmobilitet alene kunne bidra til å utligne forskjeller mellom høykostnadsregioner og lavkostnadsregioner ved at næringer i økende grad med kostnadsforskjellene, ville etablere seg i lavkostnadsregionene. Imidlertid kan strukturelle rigiditeter i de regionale arbeidsmarkedene og udisiplinerte fagforeninger til stadighet forårsake regionale kostnadssjokk på forskjellige steder i valutaområdet (Fleming 1971). I denne situasjonen vil usikkerhet og risiko bidra til at kapitalen ikke vil arbeide effektivt i forhold til å utligne regionale forskjeller i kostnadsnivået. Dette er en av grunnene til at Corden (1972) mener en valutaunion må ha spesielt disiplinerte fagforeninger som ikke skaper eller forsterker ubalanser innad i valutaområdet. Så lenge kapitalmarkedet fikk jobbe effektivt, var det altså ingen grunn for "OCA-forfatterne" til å diskutere problemene ved ulik intern kostnadsutvikling.

Mundell (1973a) vedgår indirekte at imperfekt konkurranse i produkt- og faktormarkedet, slik Fleming (1971) og Corden (1972) forutsetter, er et alvorlig problem i forhold til effektive

kapitalbevegelser. Imperfekt konkurranse i disse markedene var en realistisk forutsetning på 1970-tallet. I 1975 utgjorde den internasjonale handelen i aksjer og obligasjoner mindre enn 5 prosent av BNP blant de viktigste industrialiserte landene. 23 år senere var handelen vokst til for eksempel 334 og 640 prosent av BNP for hhv Tyskland og Italia (Arnold 2002). Mundell (1973a og b) aksepterer ikke forutsetningene "cost-benefit"-analysene bygger på som *vedvarende* hindre for en valutaunion i Europa. Mundell (1973a) sier at hvis transaksjonskostnadene bygges ned og informasjon er fritt tilgjengelig, vil konkurransen i produkt- og faktormarkedene bli tilstrekkelig god. Dermed vil kapitalmarkedene begynne å fungere som de skal. Helt motsatt av hva Fleming (1971) mener, hevder Mundell (1973b) at kapitalbevegelser vil bidra til å dempe asymmetriske kostnadssjokk i en valutaunion. Mundell (1973b) hevder det er ingen grunn til at kapital skal strømme til en region hvor aggressive fagforeninger og ettergivende myndigheter har satt i gang en lønns- og prisspiral. Tvert imot mener Mundell (1973b) at et kapitalmarked som jobber under fri informasjonstilgang, vil med engang se utfallet av kostnadssjokket. Følgelig kanaliseres investeringer vekk fra regionen og sjokket dempes.

3.3. Oppsummeringer.

Fleming (1971) mener kostnadene ved bortfallet av det nominelle valutakursinstrumentet og selvstendig monetær politikk kan deles i to hovedkategorier. Den første kategorien oppstår ved *statiske eksterne sjokk*. Den andre kategorien oppstår ved *ulik dynamisk intern kostnadsutvikling* i deltagende land. Under den *første* kategorien sorterer midlertidige og permanente etterspørselssjokk. Fleming (1971) og Corden (1972) mener at imperfekt faktormobilitet, pris- og lønnsrigiditet bidrar særlig til ekstra arbeidsledighetsproblemer ved slike sjokk i en mulig europeisk valutaunion. Mundell (1973b) vedgår at kostnadene ved et slikt valutaunionsprosjekt vil bli for store om også kapitalmobiliteten er lav. Om kapitalmobiliteten er tilstrekkelig høy vil kostnadene ved tap av egen monetærpolitikk, spesielt egen rentesetting, være svært små. Jo høyere kapitalmobilitet, jo mindre vil renteendringer - og jo mer vil nominelle valutakursendringer bety for stabilisering av økonomien ved sjokk (Mundell 1963, Dornbusch 2000). Dette er grunnen til at Mundell (1961) og de tidlige OCA-forfatterne bare diskuterer konsekvensene av tapet av det nominelle valutakursinstrumentet. Jo høyere kapitalmobilitet mellom regionene i en valutaunion, jo lavere kostnader ved et bortfall av nasjonale monetære virkemidler.

Den *andre* kategorien bygger på forståelsen av at to medlemsland ikke over tid kan ha forskjellige rater for lønns- og prisvekst uten at eksterne- og interne balanseproblemer oppstår. Flemings (1971) og Cordens (1972) analyser bygger på Phillipskurvens inverse og konvekse relasjon mellom inflasjon og arbeidsledighet. Hvert enkelt land har et unikt optimalt punkt på denne kurven hvor nominell lønnsvekst (kostnadsutviklingen) er i et bestemt forhold til arbeidsledigheten. Dette punktet for intern balanse avviker mellom land pga at følgende tre *viktige* forhold varierer mellom kandidatlandene: 1) Fagforeningenes styrke og aggressivitet i forhold til lønnskrav og strukturelle trekk som påvirker ledigheten. 2) Produktivitetsvekst. 3) Myndighetenes foretrukne avveining mellom ledighet og inflasjon. Videre vil valutaunionens avveining mellom inflasjon og ledighet medføre større kostnader totalt sett, jo større spredning det er blant de samme nasjonale avveiningene. Fleming (1971) mener det er land med et relativt høyere internt kostnadspress, og følgelig med underskudd på den eksterne balansen, som vil måtte ta de største kostnadene ved en valutaunion. Land med relativt høyere inflasjon vil stå overfor smertefulle deflasjonsprosesser med vedvarende høyere ledighet.

Mundell (1973a og -b) mener at kapitalmarkedsintegrasjon og vare- og tjenestemarkedsintegrasjon i en valutaunion vil generelt dempe problematiske konjunktursvingninger. Videre mener han at kapitalmarkeder som jobber under fri informasjonstilgang, vil med engang se utfallet av en asymmetrisk kostnadsutvikling. Følgelig vil felles valuta og lavere tilhørende transaksjonskostnader, bidra effektivt til at investeringer kanaliseres vekk fra en slik region og sjokket dempes. Kenen (1969) er den første til å påpeke at høy men imperfekt kapitalmobilitet kan forverre asymmetriske regionale etterspørselssjokk ved felles valuta. Særlig Fleming (1971) understreker at kortsiktige profittincentiv, imperfekt konkurranse, usikkerhet og risiko kan bidra til at integrerte kapitalmarkeder forsterker asymmetrisituasjoner. Dette kan bidra til at inflasjons- og ledighetsproblemer forverres ved et medlemskap i en monetærunion.

Kenen (1969) er også den første til å framheve betydningen av at en valutaunion bør ha en viss grad av fiskal integrasjon når kapitalmarkedene er imperfekte. Dette for å lindre problemer i regioner hvor ekstra arbeidsledighet oppstår som en konsekvens av felles valuta. Kenen (1969) mener fiskal integrasjon bør være dyp nok til at fiskale stordriftsfordeler kan utnyttes, men omfattende fiskal integrasjon vil redusere skattegrunnlaget for regional finanspolitikk. Corden (1972) mener også at hvert lands finanspolitikk begrenses av at mulighetene for statlig opplåning vil være endelig og at skatte og avgiftspolitikken inntil en viss grad må harmoniseres.

4. Om fordelene ved en valutaunion.

4.1. Mulige fordeler for investeringer og handel.

Gevinstene ved en felles valuta i Europa var tenkt å komme i form av økt handel, økt omfang av investeringer og økt vekst i de potensielle deltakerlandene. Det er et faktum at felles valuta gjør at den interne kursrisikoen forsvinner. Dette skulle øke likviditetsverdien av pengeenheten og senke transaksjonskostnadene mellom de deltagende landene i valutasonen. Forbedret prisstabilitet og lavere transaksjonskostnader skulle bidra til økt handel og mer effektiv kanalisering av investeringer både internt i - og ut av valutasonen. Hvor store disse effektene vil være, var omstridt og er fortsatt omstridt helt opp til vår egen samtid. Her forsøker jeg å gjengi hovedpunktene fra de ”klassiske” bidragene i litteraturen.

4.1.1. Mindre valutakursrisiko og lavere internasjonale transaksjonskostnader.

Scitovskys arbeide fra 1958, ‘The Theory of the Balance of Payments and the Problem of a Common European Currency’, er en slags forløper for de senere ”cost-benefit”-vurderingene av felles valuta (Tavlas 1994). Scitovsky (1958) skriver artikkelen i forbindelse med de første tegnene til europeisk integrasjon tidlig på 1950-tallet og er følgelig upåvirket av OCA-teorien. Scitovsky (1958) peker på effektiviteten av kapitalbevegelser som hovedargumentet for felles valuta (Mundell 1961). Scitovsky (1958) sier at hvis opprettelsen av et ”all-europeisk” marked fullt ut skal ha positive effekter på økonomiene, må dette særlig innebære at langtids investeringsbeslutninger foretas uten nasjonale hindringer innad i dette markedet. Hvis kapitalen skal strømme dit hvor den kaster best av seg, krever dette at markedet ikke blir forstyrret av handelsrestriksjoner, vekslingskontroll og revisjoner av valutakursene. Scitovsky (1958) mener at ingenting annet enn felles valuta er en ”adekvat garanti” for næringslivet mot slike forstyrrelser.

Mundell (1961) og McKinnon (1963) er som Scitovsky (1958) opptatt av at usikkerheten rundt valutakursendringer og at ustabiliteten ved valutakurssvingninger medfører høye internasjonale transaksjonskostnader. Mundell (1961) tar som nevnt utgangspunkt i betalingsbalanseproblemer og tilhørende revisjoner av valutakursene under Bretton Woods. Mundell (1961) mener også at fleksible kurser som følger *nasjonale* grenser vil medføre

eksepsjonelt høye transaksjonskostnader ved volatile kurser. Spesielt vanskelig blir dette når vi har mange små valutaer. Volatilitet kan her lede til at valutaene blir inkonverterbare. ”Penger er et nødvendig (transaksjonsmiddel) og dette begrenser det optimale antall valutaer” (Mundell 1961). McKinnon (1963) legger til dette at i en åpen økonomi vil ustabile kurser medføre et ustabil prisnivå. Dette vil medføre både at pengenes mulighet til å fungere som regnskapsenhet og som informasjonsmiddel svekkes.

4.1.2. Prisstabilitet og McKinnons argumentasjon.

McKinnon (1963) mener at endringer i valutakursen som tar sikte på å gjenopprette den eksterne balansen alltid innebærer kostnader i form av svingninger i det hjemlige prisnivået. Målsettingen med monetær politikk må følgelig være å etablere en stabil valuta. Denne valutaen må være stabil i forhold til den mest mulig representative bunten av økonomiske goder som landet produserer og konsumerer. Den nominelle valutakursutviklingen må i minst mulig grad forstyrre en lav og stabil prisvekst på disse godene. Akkumulering av sparing eller midler til investeringer vil i høy grad bli hindret om ikke valutaen er stabilt forankret til verdien av landets konsum og produksjon (McKinnon 1963).

McKinnon (1963) deler varene og tjenestene landet produserer og konsumerer inn i konkurranseutsatte - og skjermede goder. At en vare er et konkurranseutsatt gode betyr at transaksjonskostnadene er lave nok til at varen kan være gjenstand for handel på tvers av grenser. Jo større landet er, jo større vil andelen av skjermede goder normalt være. I dette tilfellet hevder McKinnon (1963) at å forankre valutaens verdi til prisnivået på - eller en prisindeks som domineres av de skjermede godene godt kan være optimalt. Her vil fleksible kurser eller justerbare fastkurser kunne korrigere eksterne ubalanser uten at dette medfører særlig svingninger i det nasjonale prisnivået. Selv om valutakursene skulle svinge veldig mye, mener McKinnon (1963) at den negative effekten dette har i forhold til eksterne investeringer minimaliseres av et relativt stort og effektivt internt kapitalmarked. En valutaunion for et land med en høy andel av skjermede goder vil føre til unødvendig store svingninger i det nasjonale prisnivået. Dette kan ha uheldige effekter både i forhold til arbeidsledighet og inflasjon om de andre OCA-egenskapene i liten grad er oppfylt (McKinnon 1963).

Hvis landet vi ser på derimot er lite, vil den normale situasjonen være at andelen av konkurranseutsatte goder er relativt høy i økonomien. Det å forankre valutaen i de skjermede

godene medfører at valutakursen nå er bundet til varer som i mindre grad representerer det landet produserer og konsumerer. Dette lille åpne landet vil måtte tåle store prissvinger som følge av at realprisene på importvarer varierer i takt med den nominelle valutakursen. I denne situasjonen spør McKinnon (1963) om ikke likviditetsverdien av egen valuta vil øke ved at valutaen bindes til de importerte godene, fordi disse varene og tjenestene kan være mer representative for økonomien vi ser på. Hvis dette er tilfellet, vil betalingsevnen til egen pengeenhet øke om egen valuta bindes fast til (eller erstattes med) valutaen som best representerer importen.

McKinnon (1963) ser videre at felles valuta fjerner kursrisiko og dette vil føre til effektive kapitalbevegelser over grenser slik allerede Scitovsky (1958) påpeker. For små land er utenlandske investeringer relativt mer verdifulle enn for større land. McKinnon (1963) sier her at disse investeringene er spesielt viktig i forhold til å oppnå effektiv økonomisk spesialisering og vekst. Som nevnt tidligere (avsnitt 2.2.2.) vil en liten åpen økonomi som er utilstrekkelig monetært forankret til et større område kunne oppleve kapitalflukt på tross av høyere realavkastning hjemme (McKinnon 1963). For et lite og åpent land vil fjerning av valutakursrisikoen altså kunne øke kapitaltilgangen og følgelig øke realinvesteringene. Dette skjer både ved at egen kapital beholdes og at utenlandske investorer vurderer plasseringer i landet som tilstrekkelig sikre.

For små åpne land kan det altså være betydelige gevinster av inngå en valutaunion med den eller de viktigste handelspartnerne. McKinnon (1963) ser felles valuta som en mulighet både for små land som handler ekstensivt med hverandre, og for et lite land som handler med et større tilstøtende område. Pris- og nominellkursstabilitet, dvs realkursstabilitet, vil gi unionens valuta økt likviditetsverdi foruten at stabiliteten i seg selv vil innebære lavere transaksjonskostnader. Dette skulle ha positiv innvirkning både på handel og investeringer på tvers av gamle grenser innad i valutaområdet (McKinnon 1963).

4.2. En kritisk diskusjon av gevinstene.

Fleming (1971) og Corden (1972) er mindre optimistiske i forhold til mulige gevinster ved valutaunioner. Disse forfatterne mener at det er berettiget tvil om felles valuta kan gi pengeenheten økt likviditetsverdi. Fleming (1971) vurderer at det muligens, men ikke

nødvendigvis, er fordeler ved felles valuta. Corden (1972) hevder det er vanskelig å finne overbevisende og konkluderende argumenter for felles valuta i seg selv.

Cordens (1972) ser for det *første* fordeler ved felles valuta om valutaunionen medfører økt prisstabilitet og dermed økt nytte av penger både i forhold til innenriks – og utenrikshandel (avsnitt 4.2.1). For det *andre* mener han at om ”konvertibiliteten” bedres vil dette føre til mer effektivt fungerende finansmarkeder og kapitalbevegelser. Når det gjelder dette andre mulige argumentet for valutaunion, nevner Corden (1972) to mulige måter. Det ene er at fellesvaluta i seg selv kan bidra til *en reduksjon i destabiliserende spekulasjon* (avsnitt 4.2.2). Det andre er at valutaunion kan bidra til *mer effektiv kapitalmobilitet* (avsnitt 4.2.3.).

4.2.1. Vilkår for at felles valuta kan gi prisstabilitet.

Når det gjelder prisstabilitet, ser Corden (1972) som McKinnon (1963) at jo mindre og jo åpnere landet er, jo sterkere kan argumentene for felles valuta være. Men i motsetning til McKinnon (1963) trekker Corden (1972) fram situasjoner hvor fleksible kurser eller justerbare fastkursregimer kan være mer prisstabiliserende enn en valutaunion. Jo åpnere økonomien er, og jo mer prisstabilitet det er i utlandet i forhold til hjemlandet, jo mer enig er Corden (1972) i McKinnons (1963) åpenhetsargument. Jo mer etterspørsels- og tilbuds-sjokkene ser ut til å være av mikro - og næringsstrukturell karakter, og jo mer de har sitt opphav i hjemlige forhold, jo mer er den åpne økonomien en kandidat for felles valuta. Men dette argumentet snus på hodet hvis den åpne økonomien har intern prisstabilitet og sjokkene kommer fra utlandet og er av makrokarakter. Nå kan passende valutakursendringer isolere den hjemlige økonomien mot utenlandske forstyrrelser.¹⁴ I teorien kan prissvingninger fra utlandet eksakt motvirkes av valutakursendringer. Dermed kan fleksible kurser bidra til mer stabile priser og økt intern pengenytt. I en slik situasjon sier Corden (1972) at jo åpnere økonomien er, jo større vil fortjenesten være om valutakursen er fleksibel. Men Corden (1972) tar et viktig forbehold her: Hvis kursjusteringene foretas av et regime med ”harde” justerbare fastkurser, da vil prisutlikning med utlandet være vanskelig. Revalueringer eller devalueringer blir gjerne foretatt i et rykkvist mønster og vil således føre til ustabilitet.

¹⁴ Som et eksempel nevner Corden (1972) Vest-Tyskland. Hvor appresiering beskytter økonomien mot importert prisstigning. (Liknende situasjoner mellom Marken og tilstøtende valutaer var til stede inntil EMU trådte i kraft).

Cordens (1972) argumentasjon her minner mye om Kenens (1969) i forhold til ustabilitet i forbindelse med ”økonomiske feil”. Kenen (1969) nevner her som eksempler på feil; gale sentralbankbeslutninger eller bedrifters og fagforeningers dårlige forvaltning av økonomien. Kenen (1969) sier at om feilene i første rekke produseres hjemme, da kan fellesvaluta med det mer stabile utlandet være å foretrekke. Hvis feilene produseres i utlandet, da kan egen valuta derimot absorbere disse feilene og egen økonomi vil forbli stabil.

Fleming (1971) kan synes enda mer tvilende til om felles valuta har noen fordeler i forhold til prisstabilitet og handel. Han peker på mulighetene som finnes til å forsikre seg mot prissvingninger. Således vil forsikringsordningene sørge for nødvendig stabile vilkår for handel. Dette står rakt imot en av grunntesene til Scitovsky (1958) og Mundell (1961, 1973a): Nemlig at en sikker forsikring mot ustabile internasjonale prisforhold bare kan oppnås gjennom felles valuta. Spesielt gjelder dette i forhold til langtidskontrakter. Videre synes Fleming (1971) og Corden (1972) å være enige i at McKinnons (1963) ”åpenhetsargument” først og fremst kan være viktig i forhold at det reduserer kostnadene ved en valutaunion. Ubetingede fordeler ved åpenhetsargumentet synes vanskeligere å få øye på.

4.2.2. Valutaunion som hinder mot destabiliserende spekulasjon.

Mundell (1961) og McKinnon (1963) nevner ikke eliminering av valutaspekulasjon som et hovedargument for felles valuta. Dette skyldes implikasjonene av OCA-området som en optimal stabiliserende økonomisk makroenhet og fokuset på betalingsbalanseproblemene som oppstår når handelsvilkår endres. Men Mundell (1961) nevner at valutaområdene ikke må bli så små at enkeltspekulanter kan påvirke kursene. McKinnon (1963) nevner spekulasjon som et problem som øker jo dårligere den aktuelle valutaen er forankret i verdien av representative goder landet produserer og konsumerer.

Corden (1972) mener at destabiliserende kapitalbevegelser er de ”sure fruktene” av et justerbart fastkurssystem. Jo mer nølende eller tilbakeholdende land er til å justere kursene ved ubalanser, det vil si jo mer rigid fastkurssystemet er, jo mer destabiliserende spekulasjon kan bli framprovosert. Fleming (1971) viser til at spekulasjon fører til korttidsoverføringer av kapital som ikke rettferdiggjøres av avkastningen på realverdiene der den overføres til. Spekulasjon kan i ytterste konsekvens føre til ekstra ledighet der kursene forventes å falle og

inflasjonseffekter der kursene forventes å stige¹⁵. Corden (1972) antyder allikevel at dette siste kan unngås hvis spekulasjon bidrar til at myndighetene raskere vil bruke den nominelle kursen til å korrigere for ubalanser enn de ellers ville ha gjort. Fleming (1971) mener slike kursendringer som følge av spekulasjon vil som oftest være urimelig store og således bidrar disse endringene til ustabile priser.

Det er altså nyanser mellom Fleming (1971) og Corden (1972) i forhold til hvilket valutasystem som er det beste alternativet til en valutaunion. De er allikevel enige om at en valutaunion kan gjøre slutt på spekulative kapitalbevegelser blant unionslandene. Dette forutsetter at unionen er permanent og konverterbarheten ikke vil bli ilagt begrensninger. Hvis unionen ikke skulle velge fleksible kurser mot omverdenen, påpeker begge forfatterne at destabiliserende spekulasjon kan tenkes å øke. Men dette var noe Mundell (1961) er nøye med å understreke; et OCA-område må ha fleksible kurser mot omverdenen. Overholdelse av OCA-egenskapene overflødig gjør nominelle kursjusteringer internt i sonen, men eksternt er det forutsatt fleksible kurser. Hvis ikke, er ikke sonens geografiske grenser avpasset de økonomiske forutsetningene. McKinnon (1963) klargjør ”OCA-forståelsen” av spekulasjon slik: Hvis verden deles inn i et gitt antall OCA-områder med optimale størrelser og effektiv intern kapital akkumulering, vil kort-tids kapitalstrømmer mellom OCA-områdene fortone seg som mindre lønnsomt. Hvis OCA-områdene har fleksible kurser seg i mellom og kapitalen kan bevege seg uten reguleringer mellom de samme områdene, vil avkastningsmulighetene ved spekulasjon være små.

Fleming (1971) og Corden (1972) deler som kjent ikke dette OCA-perspektivet på inndelingen i valutaområder og framhever i stedet implikasjonen av sin mer ”realistiske” forståelse på valutaunion i forhold til spekulasjon. Corden (1972) trekker bla konklusjonen at en valutaunion bare gir gevinster mot spekulasjon om en sammenligner med et justerbart fastkurssystem, og ikke med et høyst fleksibelt flytende system. Altså; jo mer rigide valutakursene er, jo større risiko for å bli utsatt for spekulasjon. Dette gjelder inntil vi når det Issing (2006) kaller ”hjørneløsningen”, nemlig valutaunion. Fleming (1971) ser ut til å foreslå i stedet et tettere og mer forpliktende sentralbanksamarbeid som det beste virkemiddelet mot spekulasjon. Hvis sentralbankene har forpliktende låneavtaler med hverandre er det ingenting

¹⁵ Sett i forhold til de dramatiske ”spekulasjonskrisene” i Europa i første halvdel av 90-tallet, skrev Fleming (1971) og Corden (1972) sine arbeider i et miljø med delvis kapitalkontroll. Dette førte til at spekulasjonskriser kunne ha en mindre akutt og mer langdryg karakter med de forsterkende konsekvensene Fleming (1971) beskriver.

i veien for at de alltid skulle ”slå” spekulantene. Den gang som nå var imidlertid slike samarbeider vanskelig å få til i praksis og spekulantene nærmest ”spekulerer i” at samarbeidet ikke vil holde (DeGrauwe 2005).

Corden (1972) hevder han bare ”klargjør” argumentene for de ulike valutaregimene, men av argumentasjonen hans går det fram at han heller i en retning av å foretrekke et fastkurssystem som er mer fleksibelt enn det Bretton Woods systemet var på slutten. Styrte fleksible – eller lett justerbare faste kurser kan ifølge Corden (1972) gi prisstabilitet i forhold til handel, liten risiko i forhold til investeringer og tilstrekkelig beskyttelse mot spekulasjon. Fleming (1971) ser ut til å foretrekke en fortsettelse av det justerbare fastkurssystemet under Bretton Woods, fordi han ser enda større problemer med valutaunion og fritt flytende kurser.

4.2.3. Mulighetene for en mer effektiv og stabiliserende allokering av kapital.

Monetaristene og Chicago-økonomene Friedman og Mundell (2001) utvikler på 1960-tallet en felles forståelse av internasjonal handel og – finans. *Integrerte finans-, vare- og tjenestemarkeder som sikrer størst mulig fri handel og frie kapitalbevegelser er det optimale målet.* For å komme dit må prisene holdes stabile og følgelig transaksjonskostnadene holdes lavest mulig. Både Friedman (1953) og Mundell (1961) er i så måte kritiske til fastkurssystemet Bretton Woods. Vedvarende betalingsbalanseproblemer løst med påfølgende revisjoner av valutakursene mentes å være særlig til hinder for langsiktige investeringsbeslutninger på tvers av landegrenser. Friedman begynner tidlig på 1950-tallet teoretisk å utlede et alternativt system med fritt flytende kurser. Mundell distanserer seg mer og mer fra idéen om fritt flytende kurser utover 1960-tallet. Mundell mener Friedmans system vil inneholde for mange og for volatile valutakurser. Mundells alternativ innebærer færre valutakurser etter en OCA-organisering (Dornbusch 2001).

Selv om keynesianerne Fleming (1971) og Corden (1972) ikke benekter at gevinstene ved økt internasjonal handel og – investeringer er store, ser ikke disse forfatterne for seg integrerte kapitalmarkeder med veldig høy kapitalmobilitet som en målsetting verdt å arbeide mot. I et (europeisk) valutaområde frykter Fleming (1971) og Corden (1972) lengre resesjonsperioder med mer omfattende og alvorlige arbeidsledighetsproblemer som følge av økt kapitalmobilitet. I motsetning til Friedman og Mundell vektlegger Fleming og Corden den tredje muligheten i Mundells trilemma: Valutakursinstrumentet og egen monetærpolitikk må ligge

under hvert enkelt respektive lands politiske kontroll, for slik best å kunne bekjempe interne- og eksterne ubalanser. For bedre å kunne nå målet om full sysselsetting, mener Fleming (1971) og Corden (1972) at det kan være nødvendig å legge enkelte *begrensninger* på den internasjonale kapitalmobiliteten.

Men Fleming (1971) og Corden (1972) anerkjenner mulighetene for Scitovskys (1958) hovedargument for valutaunion. En bindende valutaunion vil redusere valutakursrisikoen til null mellom deltakerlandene. Dette vil gjøre kapitalen mer følsom for avkastningsforskjeller som går på tvers av tidligere nasjonale valutagrenser. Dette antas som sagt i første rekke å ha betydning for villigheten til å foreta langsiktige investeringer innad i valutasonen.

Fleming (1971) og Corden (1972) *modifiserer* også dette argumentet. For det *første* sammenlignes en valutaunion med en situasjon hvor deltakerlandene har innbyrdes flytende valutaer. Kapitalbevegelsene antas her å medføre stabile kurssvingninger mellom valutaene (Corden 1972). Disse stabile kurssvingningene inngir en "systemvariasjon" i konkurranseevnen. Fleming (1971) mener et slikt variabelt system kan gjøre at aktørene *av vane* foretar raskere korrigeringer av for eksempel kostnadsnivå enn det de vil gjøre under et stabilt system med felles valuta. Incentivet til å foreta langsiktige investeringer under flytende kurser påvirkes mye av antagelser om utviklingen av denne "systemvariasjonen", samt aktørenes relativt fleksible tilpasningsevne i dette systemet. Mens incentivet til å forta langsiktige investeringer i en valutaunion påvirkes av mulighetene for det Fleming (1971) mener vil være forsterkede interne ubalanser. Fleming (1971) mener jo at rigide priser og lønninger og lav faktormobilitet vil gjøre ubalanser som måtte oppstå mer dype og langvarige. Under disse forholdene kan strømmen av langsiktige investeringer mellom potensielle unionsmedlemmer godt være større og mer effektiv om flytende kurser beholdes. Fleming (1971) mener at dette trolig også er tilfellet om en valutaunion sammenlignes med et fastkursregimè blant de samme landene. Usikkerheten spekulative kapitalbevegelser medfører kan mer enn oppveies av at aktørene for vane raskt korrigerer kostnadsnivået.

For det *andre* påpeker Fleming (1971) og Corden (1972) at det kan oppstå situasjoner hvor valutaunioner tvert i mot fører til økt kapitalkontroll internt i valutasonen. Denne situasjonen kan tenkes å oppstå om en felles valuta innføres blant nasjoner som før innførselen hadde innbyrdes betalingsbalanseproblemer. En videreføring av eksterne ubalanser mellom deltakerlandene inn i unionssituasjonen vil føre til at de tilhørende interne ubalansene

forsterkes. Slik spesielt Fleming (1971) vektlegger, kan mer effektive kapitalbevegelser forsterke asymmetriske regionale konjunkturbevegelser innad i valutasonen. En løsning på ubalanseproblemene kan da være å legge restriksjoner på kapitalbevegelser¹⁶. Med slike restriksjoner faller selvsagt en viktig del av motivasjonen vekk for en valutaunion. Det viktigste poenget til Scitovsky (1958), Mundell (1961) og McKinnon (1963) var jo at felles valuta vil senke transaksjonskostnadene og øke pengenes likviditetsverdi.

Kenen (1969) mener som Fleming (1971) at deregulerte investeringer i en valutaunion kan forsterke mulige ubalansesituasjoner. Kenen (1969) framhever at kapitalen beveger seg dit avkastningsmulighetene er størst. Følgelig vil et land som opplever et negativt etterspørsels-sjokk oppleve at den eksterne balansen forverres ytterligere ved at kapital som ellers ville ha blitt benyttet til å investere i eksportindustrien nå forsvinner til utlandet hvor avkastningsmulighetene er større. For et land som opplever et positivt etterspørselssjokk sier Kenen (1969) at investeringer fra utlandet kan øke inntektene og importvolumet så mye at betalingsbalansen blir negativ. Hvis kapitalmobiliteten øker som følge av felles valuta vil disse tendensene forsterkes. Spesielt for regionen som opplever etterspørselssvikt kan ekstra investeringssvikt føre til langvarig og høy ledighet. Corden (1972) er ikke uten videre enig i Kenens (1969) og Flemings (1971) bekymringer. Hvis en valutaunion i seg selv leder til økt interregional kapitalmobilitet og et negativt etterspørselssjokk er av en *midlertidig* karakter, kan det tenkes at landets samlede sparing reduseres mer enn investeringsetterspørselen. Følgelig øker kapitalavkastningen på det minst lønnsomme realiserte investeringsprosjektet. Den høye kapitalmobiliteten vil i denne situasjonen bidra til at kapital raskere strømmer inn i den sjokkutsatte regionen. Investeringer og aktivitetsnivå vil nå raskere ta seg opp igjen enn hva tilfellet var forut for valutaunionen. Corden (1972) mener imidlertid at om etterspørselssjokket får en langdryg karakter vil økt kapitalmobilitet forsterke balanseproblemene slik Kenen (1969) og Fleming (1971) predikerer.

Kenens (1969) løsning på problemet med asymmetriske etterspørselssjokk innebærer (slik nevnt tidligere) at landet vi ser på har en tilstrekkelig diversifisert produksjonsstruktur. Da kan mer mobile investeringer tvert imot bidra til å få ekstra fart på andre næringer som ikke

¹⁶ Dette forutsetter selvsagt at unionen ikke fører til andre endringer enn bortfallet av det nominelle valutakursinstrumentet og egen monetær politikk. Hvis regional økonomisk politikk blir lagt om feks for i større grad å oppfylle OCA-egenskapene eller at en union på andre måter skulle føre til større grad av integrasjon og sammenfall av den økonomiske utviklingen, da kan regionene tvert imot oppleve mindre omfang og hyppighet av interne ubalanser (Frankel og Rose 1998). Men slike "endogene aspekter" ved en valutaunion blir ikke drøftet hos Kenen (1969), Fleming (1971) og Corden (1972).

ble rammet av det negative sjokket. Frigjort arbeidskraft og kapital kan nå være en tiltrengt ekstra ressurs for andre vekstnæringer. Dette kan lede til at landet som er utsatt for det negative sjokket holder på egen kapital og tiltrekker seg utenlandsk kapital som ser det ekstra potensialet i vekstnæringer (McKinnon 1963). Således kan økt kapitalmobilitet bidra til å gjenopprette den interne – og eksterne balansen raskere.

4.3. Mundells 70-talls bidrag.

Mundells bidrag til OCA-teorien og det teoretiske grunnlaget som EMU er bygd på er betydelig. Dette er da også hovedgrunnen til at han ble tildelt Nobelprisen i økonomi i 1999 (Dornbusch 2000, DeGrauwe 2005). Ironisk nok ble Mundells (1961) banebrytende ‘A Theory of Optimum Currency Areas’ brukt av “cost-benefit”-forfatterne på 70-tallet som argument *mot* en monetær union i Europa. Vest-Europa var ikke et optimalt valutaområde; asymmetrisituasjonene var for framtreddende, lønninger og priser ble regnet som rigide, arbeidskraften og kapitalen var immobile, etc. (Dornbusch 2000, DeGrauwe 2005). Rundt 1970 arbeider Mundell fortsatt med monetær integrasjon. Men nå er ikke fokuset lenger på betalingsbalanseproblemene under Bretton Woods systemet, nå fokuseres det på pengenes likviditetsverdi og monetær politikk (Dornbusch 2000). De Grauwe (2005) nevner spesielt to områder hvor Mundells senere bidrag er betydelig. Det første gjelder problemene ustabile valutakurser medfører. Det andre området gjelder fordelene ved kapitalmarkedsintegrasjon. Jeg omtaler her disse etter tur, men jeg går særlig innpå mulige effektivitetsgevinster som følger av *integreerte kapitalmarkeder i en valutaunion*.

4.3.1. Problemene med fleksible valutakursregimer (i Vest-Europa).

Flere innflytelsesrike økonomer foreslår på begynnelsen av 70-tallet, slik som Corden (1972) antyder, at et mindre rigid fastkurssystem med utvidede kursintervaller vil være løsningen på betalingsbalanseproblemene under Bretton Woods systemet. Mundell (1973b) er uenig i dette. Mundell (1973b) sier at et mer fleksibelt fastkurssystem er ”feil økonomisk” fordi det vil behandle valutakursen som en pris på lik linje med alle andre priser. Valutakursen i et slikt system er en helt spesiell pris som angir myndighetenes målsetninger for den monetære politikken. Samtidig vil valutakursen utgjøre et grunnlag for forventningene til den samme politikken. Et valutakursmål er et uttrykk for hvilken langsiktig monetær politikk

myndighetene forplikter seg til. Herunder sentralbankens fastsettelse av rentenivå og pengemengde. Videre vil forventningene til den monetære politikken og valutakursnivået utgjøre forbindelsen mellom den nasjonale regnskapsenheten og de tilsvarende internasjonale enhetene (Mundell 1973b). Differansen mellom de nasjonale rentene under denne monetære politikken vil blant annet måtte gjenspeile devalueringsforventningene og kursrisikoen som systemet generer¹⁷. I forhold til planlegging og gjennomføring av transaksjoner har valutakursen implikasjoner langt utover det å være prisen på en valuta.

For det *første* sier Mundell (1973b) at stadig endringer i devalueringsforventninger og kursrisiko under et mer fleksibelt fastkurssystem vil gjøre de europeiske finans- og pengemarkedene enda mer ineffektive. Usikre prisomregninger og avkastningsrater utgjør en ekstra transaksjonskostnad for handel mellom land. Videre vil nye investeringer i verdier denominert i utenlandske valutaer holdes tilbake på grunn av usikkerhet. Dette gjør planlegging vanskeligere både for offentlige og private aktører. Mundell (1973b) sier av dette at renteforskjellene mellom valutaene i Europa utgjør et europeisk velferdstap. Herunder tenker han seg at uro på penge- og finansmarkedene svekker bruken av de europeiske valutaene til fordel for dollar (Mundell 1973b, 2000).

For det *andre* kritiserer Mundell (1973b) forslagene om mer fleksible kurser mellom *små* valutaområder som er tett sammenvevd gjennom handel og finansmarkeder etter samme linjer som McKinnon (1963). Volatile kurser ved et mer fleksibelt system vil medføre at selv korttidsargumentene for å endre valutakursen faller fra. Pengeillusjonen mister sitt innhold og kursendringene vil i mindre grad enn tidligere kunne påvirke den interne balansen. I tillegg kommer skadevirkninger i forhold til pengenes mulighet til å fungere som regnskapsenhet og informasjonsmiddel (McKinnon 1963, Mundell 1973b). For små land mener Mundell (1973b) at valutakursen vil være stabil på nåde fra noen få store firma eller dominerende fagforeninger. Således ser han liten hvis noen sjanse for at et mer fleksibelt kurssystem mellom mange mindre valutaer (som i Europa) skal kunne være stabilt.

Helt i motsetning til det Corden (1972) ”antyder” mener Mundell (1973b) at løsningen på alle betalingsbalansekrisene under Bretton Woods er mer monetær integrasjon i Europa. Mundell

¹⁷ Dette henspiller på lukket renteparitet med ikke risikonøytrale aktører (Mork 1993). Negative devalueringsforventninger vil i praksis være revalueringsforventninger. Kursrisikoen rundt 1970 var i høy grad bestemt av myndighetenes forgodtbefinnende i forhold til kurskontroll. Mundell (1973b) kaller kursrisiko for misligholdsrisiko.

(1973b) sier at de Vest-Europeiske landenes økonomier er for integrerte til at selv stabile kontinuerlige kursbevegelser under et veldig fleksibelt system er hensiktsmessig. Men kursbevegelserne kan heller ikke forbli stabile da valutaene er for små sett i forhold til multinasjonale banker og finansinstitusjoner. Mundell (1973b) sier at usikkerheten i et fleksibelt fastkursystem vil redusere arbeidskrafts- og kapitalmobiliteten som den europeiske integrasjonen inntil da hadde bygd opp. Mundell (1973b) mener Vest-Europa tilfredsstiller OCA-egenskapene godt nok til at økt integrasjon mot en felles europeisk valuta er å foretrekke. Som et første skritt vil han etablere et felles europeisk finansmarked med like renter på tilsvarende finansobjekter fra forskjellige nasjoner. Dette vil bidra til en langt mer effektiv ressursutnyttelse enn hva Bretton Woods systemet eller et mer fleksibelt alternativ kan klare.

Mye på grunn av kapitalmarkedsintegrasjonen i forbindelsen med opprettelsen av det indre markedet i Europa, mener Issing (2006) at tilnærmet flytende kursregimer var de eneste valgbare alternativene til EMU¹⁸. Mundell (1973b) mener at flytende kursregimer selvsagt vil løse betalingsbalanseproblemene mellom de europeiske landene. Derimot vil likviditetsverdien til de europeiske valutaene bli ytterligere redusert. For det første vil ustabile valutakurser blant relativt små europeiske land føre til at internasjonale firma øker bruken av dollar ytterligere. For det andre vil finansformuene sentralbankene brukte til å forsvare fastkursene langt på vei bli overflødiggjort og følgelig vil disse bli betydelig redusert. Private forretningsbanker og bedrifter utsatt for internasjonal konkurranse derimot, vil ha behov for å bygge opp sine reserver. Dette selvsagt som beskyttelse mot valutakurssvingninger. Mundell (1973b) sier at gjennom denne reserveoppbygningen vil beholdningen og anvendelsen av dollar bli økt. Flytende kurser vil forsterke dollardominansen på bekostning av de lokale europeiske valutaene. Tower og Willet (1976)¹⁹ oppsummerer sin diskusjon med blant annet følgende betraktning: Volatile kurser under flytende kurser kan framstå som et like sterkt

¹⁸ Issing (2006) analyserer europeisk økonomisk integrasjon på 80- og 90-tallet med utgangspunkt i Mundells "umulige trilemma". Issing (2006) sier at økningen i kapitalmobiliteten som det indre markedet innebar, reduserte Mundells "trilemma" til et "dilemma". Da et velfungerende finansmarked i et videre indre marked innebar frie kapitalbevegelser, var det ikke lenger mulig for de daværende EF-landene å kombinere delvis selvstendighet i den monetære politikken og faste valutakurser. Issing (2006) sier (basert på IMF-data) at i 1990 hadde et stort flertall av de Vest-Europeiske landene valutakursregimér som lå i mellom "hjørneløsningene", dvs mellom valutaunion og fritt flytende kurser. Ti år senere hadde et stort flertall blant de samme landene valgt "hjørneløsningene" eller regimer som lå tett opp til dem.

¹⁹ Tower og Willet (1976) er på samme måte som Fleming (1971) og Corden (1972) kjent for sin cost-benefit analyse av mulige valutaunioner. I motsetning til de to sistnevnte har de et mer "optimistisk" syn på fordeler ved en valutaunion. Tower og Willet (1976) framhever at en valutaunion fører til et dypere og mer likvid finansmarked, prisstabilitet og er et effektivt hinder mot spekulasjon.

hinder for internasjonal handel og investeringer som kursrisiko under fastkursregimer. En valutaunion vil i høy grad fjerne disse transaksjonskostnadene.

4.3.2. Kapitalmarkedsintegrasjon og felles valuta.

I 1973 utgir Mundell sitt andre betydelige teoretiske bidrag til teorien om økonomisk integrasjon og valutaunioner; “Uncommon Arguments for Common Currencies” (Mongelli 2002, DeGrauwe 2005, Issing 2006). Artikkelen var lenge glemt, men ble for alvor gjenoppdaget under EMU-debatten på 90-tallet. Mundell (1973a) bidrar med ny forståelse rundt fordeler av et institusjonalisert monetært samarbeid og kapitalmarkedsintegrasjon.

Mundell (1973a) forutsetter som Fleming (1971) og Corden (1972) at arbeidskraften er immobil og at landene vi ser på har integrerte handelsrelasjoner. Men Mundell (1973a) presiserer at den gjensidige handelen er kritisk nødvendig for å opprettholde velferdsnivået i landene. Mundell (1973a) tar utgangspunkt i et potensielt valutaområde bestående av to regioner; her kalt hjemlandet og utlandet. Disse to landene produserer hver bare et gode, men begge landene er avhengige av å konsumere et like stort kvantum av begge godene. Landene har et næringsliv kun bestående av en eksportkonkurrerende sektor. Skjermet sektor finnes ikke. Landene har hver sin valuta og kjøper og selger godene etter et fast vekslingskursforhold.

Mundell (1973a) sier nå at produksjonen av varen i hjemlandet blir utsatt for et sjokk som gjør at kvantum produsert av ”hjemmevaren” for eksempel halveres. Hvis vekslingskursen beholdes, vil full innløsning av utlandets reserver i hjemmevaren medføre at hjemlandets konsum av hjemmevaren opphører. Mundell (1973a) sier at en devaluering vil være hjemlandets typiske forsvar mot å utbetale for mye av hjemmevaren. I den helt åpne hjemmeøkonomien tenker Mundell (1973a) seg at en devaluering ledsages av en tilsvarende pris og lønnsøkning. Alternativt; ved et flytende kursforhold kunne hjemlandet øke pengemengden og slik forårsake inflasjon og depresiering. På kort sikt kan hjemlandet selvsagt være fristet til å devaluere sin valuta så mye at de utenlandske fordringenes realverdi sterkt reduseres²⁰. Et

²⁰ Inflasjon og depresieringer vil redusere realverdien av gjeld og fordringer benevnt i hjemmevalutaen, og inntil en viss grad kan utmyntingsgevinsten øke. Jo høyere offentlig gjeld for eksempel i forhold til BNP, jo større er muligheten for at myndighetene vil redusere gjeldskostnadene gjennom depresieringer (øke pengemengden). Spesielt er risikoen for denne løsningen høy når utenlandske offentlige og private aktører har store fordringer benevnt i hjemmevalutaen (Rødseth 2000).

sjokk kan slik være en opportun mulighet til å velte ekstra kostnader over på handelspartnere. Hvis hjemlandet skulle velge å devaluere egen valuta inntil den er verdiløs, vil utlandet ikke kunne kjøpe hjemmegodet fordi valutareservene nå er blitt verdiløse og valutaene inkonverterbare. Men Mundell (1973a) mener at både altruisme og egeninteresse i hjemlandet vil på sikt tilsi en ”delvis” devaluering av hjemmevalutaen slik at ulempene av sjokket kan bli rettferdig fordelt mellom landene. Ved et tilsvarende positivt sjokk i hjemlandet vil selvsagt løsningen være delvis revaluering.

Gitt at landene er sammenvevd gjennom handel i en internasjonal symbiose, vil muligheten for endringer av valutakursene tilføre konvertibiliteten en ekstra grad av usikkerhet og risiko (Mundell 1973a). Landene er avhengige av hverandre, men produsenten av det sjokkutsatte godet vil bestemme handelsvilkårene på kort sikt. På sikt vil imidlertid det avhengighetsliknende forholdet begrense mulighetene til å velte kostnadene over på utlandet. Mundell (1973a) sier videre at ingen forsikringsordninger vil kompensere for usikkerheten. Dette fordi de ikke har troverdighet mot større forstyrrelser. Derimot vil hjemlandet og utlandet ha et sterkt incentiv til å etablere ”en monetær orden” som sikrer at ulemper og fordeler ved asymmetriske sjokk deles likt mellom landene (Mundell 1973a). Felles valuta og et integrert finansmarked vil effektivt fordele ulemper og fordeler mellom landene i tilsvarende situasjoner. Så lenge vi har høy konkurranse, fri flyt av informasjon og lave transaksjonskostnader, mener Mundell (1973a) at det felles markedet vil gi konkurranseutsatte varer og tjenester en pris som effektivt fordeler byrdene og fordelene, ved henholdsvis negative og positive sjokk.

Finansmarkedsintegrasjon forutsetter et felles regelverk i valutaområdet som sikrer utenlandske investorer mot nasjonalisering og annen regional diskriminering. Investorenes verdier sikres av et felles juridisk bindende regelverk. Felles valuta hindrer at realverdien på utenlandske investeringer og utlån reduseres eller delvis misligholdes gjennom inflasjon og depresieringer av de gamle nasjonale valutaene. Et felles finansmarked kan følgelig lettere framskaffe likvide midler som kan lindre *tilfeldige* regionale ubalanser i valutaområdet. Dette fordi reservene til stater, banker, finansinstitusjoner, firma og husholdninger utsettes for mindre risiko (Mundell 1973a og b). Stater som alle private aktører kan låne hos overskuddsland ved betalingsbalansekriser. Land med overskudd på betalingsbalansen kan lettere gi lån av sine akkumulerte reserver til land utsatt for midlertidige negative sjokk. Banker kan lettere låne til firma og banker i andre sjokkutsatte regioner. Disse krisene kan også dempes ved at

private firma i en valutaunion investerer på tvers av gamle geografiske grenser. Virksomheten i den ”sjokkutsatte” regionale avdelingen kan holdes i gang ved hjelp av midler fra andre deler av den multinasjonale virksomheten. Mundell (1973a) viser gjennom et formelt grafisk bevis hvordan risikodeling gjør at kostnader og gevinster ved regionale sjokk reduseres. Valutaunionens økte kredittmuligheter vil dempe tilfeldige konjunktursvingninger og følgelig øke prisstabiliteten. Ulempene konjunktursvingningene fører med seg vil redistribueres over tid gjennom forbedrede kredittinstrumenter. Deltakerlandenes stabilitet og vekstevne vil øke. Eget konsum og investeringer kan opprettholdes på et høyere nivå uten at dette skjer på bekostning av partnerland i unionen (Pareto-optimalitet). Således vil landets disponible inntekter falle mindre enn tidligere ved negative sjokk. Corden (1972) er i stor grad enig i Mundells (1973a) argumentasjon såfremt sjokkene har en midlertidig karakter. (Videre nevner Mundell (1973a) for eksempel hvordan en stor valuta, i stedet for mange små, vil redusere internasjonale informasjonskostnader i forhold til å foreta riktige beslutninger, hvordan et valutaområde på grunn av *størrelsen i seg selv* kan være mer stabilt enn et system av regionale valutaer, etc..)

Mundell (1973a og b) er opptatt av å bedre den internasjonale kapitalmobiliteten. Finansielle ressurser må i større grad investeres der den realøkonomiske avkastningen er størst. De stadige endringene av valutakursene og de ustabile internasjonale prisforholdene mot slutten av 60-tallet bekymrer Mundell (1973b). Den amerikanske inflasjonen og de europeiske devalueringene gjorde at utenlandske offentlige og private investorer måtte tåle tap. Men USA’s inflasjon og betalingsbalanseunderskudd, dvs europeisk reserveakkumulering, rundt 1970 bekymrer Mundell (1973b) mye mindre enn europeiske devalueringer og (etter hvert) inflasjon. Dollaren vil i kraft av sin størrelse forbli ankeret i det internasjonale monetære systemet. Følgelig vil plasseringer i dollar være relativt sikre. Mundell (1973b) sier det er betydelig mindre risiko for at en amerikansk bank vil gå konkurs enn at europeiske sentralbanker vil devaluere. Likviditetsverdien vil falle relativt mer for de små europeiske valutaene enn for dollar, følgelig vil investorene velge dollarinvesteringer (Greshams lov).

Mundell (1973b) mener at Vest-Europa må slutte å redusere sin økonomiske betydning gjennom intern splittelse. Vest-Europa kan bare bli mer likeverdig USA politisk og økonomisk om felles europeiske markeder dannes og monetær integrasjon skyter fart. Mundell (1973a og b) mener at en felles europeisk valuta betinger en viss integrasjon av finansmarkedene. Mens felles valuta vil i seg selv ytterligere bedre den europeiske

kapitalmobiliteten. Fjerning av innbyrdes kursrisiko, mer dempede konjunktursvingninger og økt prisstabilitet vil redusere risikopåslagene og øke effektiviteten i kapitalmarkene ytterligere. Mundell (1973a og b) mener videre at felles valuta og kapitalmarkedsintegrasjon vil bedre konkurransen i andre markeder. Samlet vil kapitalmarkedsintegrasjon, felles valuta og bedre konkurranseforhold i de felles europeiske markedene bedre kapitalmobiliteten betydelig internt i valutasonen. Realrenten vil ikke bare bli lik på like finansielle produkter, men realrenten vil også bli betydelig redusert. Lavere intern risiko gir et større, dypere og mer likvid finansmarked med gjennomgående lavere renter og bedre betingelser²¹.

4.3.3. Reduserte reservebehov og bedre økonomiske avkastningsmuligheter.

Kenen (1969) nevner i en fotnote et forhold som kan lede til betydelig effektivitetsgevinst ved monetær integrasjon. Dette argumentet diskuterer Mundell (1973a) nøye. En valutaunion kan bidra til at reserveoppbygginger hos stater, husholdninger og firma flyttes fra likvide korttids-plasseringer til for eksempel langsiktige investeringer med en betydelig høyere økonomisk avkastningsrate. Kenen (1969) sier at vi kan se på betalingsbalansen som en enkel sum av stokastiske prosesser. Overskuddene og underskuddene eller endringene i beholdningen av reserver framviser en (tilnærmet) normalfordeling. Sentralbankens valutareserver i et fastkurssystem skulle være en stigende funksjon av variansen eller standardavviket til denne normalfordelingen (Kenen 1969, Mundell 1973a). På samme måte vil husholdninger, bedrifter, institusjoner, etc., basert på egne erfaringer bygge opp reserver tilpasset sine behov. Mundell (1973a) sier generelt at størrelsen på reservene vil avhenge positivt med transaksjonsvolumet og negativt med alternativkostnaden av å holde reserver.

De fleste land kan ikke stole på at valutaen er likvid utenfor landets grenser. Disse landene kan følgelig ikke uten videre regne med effektiv sjokkabsorpsjon gjennom internasjonale vare- og faktormarkeder. Mundell (1973a) mener det er utenkelig at et stort flertall av verdens valutaer er internasjonalt likvide nok til at de kan fungere som "nødreserver ved katastrofer".

²¹ Perfekt internasjonal kapitalmobilitet tilsier at innenlandsk og utenlandsk realrente er identisk. Unntaket er under faste kurser hvor tiltagende inflasjon kan gjøre innenlandsk realrente betydelig høyere enn den utenlandske ex ante en forventet devaluering. Ved imperfekt kapitalmobilitet kan usikkerhet og risiko selvsagt gjøre at realrentene er veldig forskjellige (Rødseth 2000). Tidligere Bundesbank sjef, Helmut Schlesinger, uttalte under et Norges besøk midt på 90-tallet at Norge måtte tåle høyere renter enn Tyskland pga dårligere historikk i forhold til mislighold og devalueringer. Schlesinger tenkte selvsagt for eksempel på de norske devalueringene på 80-tallet, frikoblingen fra ERM samarbeidet i desember 1992 og bankkrisen i 1991-92. For en økonomi med enorme eksportinntekter som den norske, kan rentepåslagene trolig bare ha hatt mindre realøkonomisk betydning. For en økonomi som for eksempel den irske kunne slike rentepåslag potensielt ha hatt stor betydning.

Jo mindre valutaen er, jo mer valid er argumentet. I et fastkurssystem vil et hovedpoeng for sentralbanken være å opprettholde likviditetsverdien ved å forsvare valutakursene. Jo større valutaeserver (finansformue) sentralbanken råder over, jo større tillit vil finansmarkedet ha til vekslingskursene. Og jo mindre og jo mer åpent landet er, jo større reserver må sentralbanken ha for å oppnå tilstrekkelig tillit. Mundell (1973a) sier reservene er primært til framvisning og ikke til bruk i et fastkurssystem. (Reserver brukes også selvsagt til overskuddsoppsamling og løpende omveksling.) Videre sier Mundell (1973a) at flytende kurser og null valutakursreserver gir suboptimalt nivå på landets reserver totalt sett. Fluktuerende vekslingskurser sørger ikke for noen beskyttelse mot sjokk. Følgelig må de private aktørene ha overdrevent store beholdninger av utenlandsk valuta som sikkerhet. Igjen; jo mindre og jo åpnere landet er, jo større reservebeholdninger må finansinstitusjoner og bedrifter ha i utenlandsk valuta. Uansett valutakurssystem egen valuta er forankret i, må optimalt nasjonalt reservenivå beregnes ved at alternativkostnaden av høyere reserver balanseres mot fordelene reservene bidrar med i forhold til å dempe sjokk (Mundell 1973a).

Mundell (1973a) har her bidratt med ny tyngde til McKinnons (1963) størrelse- og åpenhetsegenskap. McKinnon (1963) mener at kostnadene ved å avskaffe egen valutakurs vil være mindre jo åpnere og mindre landet er. Dette på grunn av at økte importpriser og lønnsøkninger gjorde devalueringer mindre effektive ved negative etterspørselssjokk. Videre mente McKinnon (1963) at en valutaunion for et slikt land kunne frambringe bedre prisstabilitet slik at internasjonal handel og investeringer øker. Mundell (1973a) tilføyer at det lille åpne landet vil spare betydelige ressurser ved at gevinstene ved akkumulering av reserver vil være mindre i en valutaunion. Mundell (1973a) viser formelt at inntil et visst punkt vil nødvendig reserveoppbygging i valutaunionen falle jo større den blir. Dette betyr at både et nytt medlem og unionen som helhet vil kunne frigjøre betydelige ressurser som kan reinvesteres i mer produktiv virksomhet. Mundell (1973a) framhever også andre områder der en valutaunion kan bidra til ressursbesparelser. Dette gjelder for eksempel hvis det er stordriftsfordeler i finansinstitusjoner og generelt lavere administrasjonskostnader ved en valuta.

Mundell (1973a og b) viser at bare fastlåste valutakurser i en valutaunion kan sikre full kapitalmarkedsintegrasjon og full risikodeling (McKinnon 2010). Et større, dypere og mer likvid kapitalmarked vil i stor grad kunne bringe tilveie nødvendige midler ved fortsatt mulige, men dempede regionale sjokk. Herunder forutsetter Mundell (1973a) at sjokkene vil utvise et tilfeldig mønster. Lavere reservekrav og lavere renter gjør at alternativkostnadene

ved reserveakkumulering øker. Kapital vil bli frigjort fra likvide korttidsplasseringer og kan i stedet flyttes til mer langsiktige investeringer. Mundells (1973a og b) selvsagte håp er at en slik omplassering vil bidra til økt produktivitet og vekstevne for hvert enkelt medlemsland i valutaunionen. Videre vil et stort og stabilt valutaområde lett kunne tiltrekke seg kapital fra mindre tilstøtende land. Slik McKinnon (1963) nevner vil denne tilstrømningen bli større jo mindre og jo mer ustabil den tilstøtende valutaen er. Mundell (1973b) argumenterer videre for at en valutaunion i Vest-Europa vil stanse og reversere bruken av dollar som reservevaluta. En stor og stabil Vest-Europeisk valuta vil utmerket kunne fungere som reservevaluta for stater, banker, bedrifter og husholdninger i valutaunionen. Den vil også på sikt også kunne utfordre dollaren som global reservevaluta. Utmyntingsgevinsten hvert land i valutaunionen taper ved å gi avkall på egen valuta, kan følgelig mer enn oppveies av utmyntingsgevinsten fra unionens "hardere" og mer stabile valuta (Mundell 1973b).

Utover 1990-tallet ble det for alvor klart at de utvidede kredittmulighetene i en europeisk valutaunion som Mundell (1973a og b) beskriver, ville i høy grad føre til frigjøring av reservekapital og ekspansiv monetærpolitikk. I uregulert form kunne dette kunne føre til gnisninger mellom EMU-kandidatlandene (Tavlas 1993). Mundell (1973b) var klar over dette problemet. I oppstartfasen av en europeisk union var det behov for reguleringer. I tillegg kan det være greit her å minne om Kenen (1969) og Flemings (1971) betenkeligheter i forhold til fortsatt mulige asymmetriske regionale sjokk. Hvis noen regioner i en valutasone for eksempel har liten arbeidsmarkedsfleksibilitet, kan kapitalstrømmene i et velutviklet kapitalmarked vende seg vekk fra slike regioner om disse skulle utsettes for et langvarig negativt sjokk (Kenen 1969, Fleming 1971). Videre kan disse regionene ex post union ha bygget ned sine reserver slik Mundell (1973a) åpner for. I en slik situasjon kan det for disse regionene være relativt vanskeligere og mer smertefullt å gjenopprette balansene i en valutaunion.

4.3.4. Litt om fiskal integrasjon, felles markeder og valutaunion i Europa.

I tillegg til økt prisstabilitet og bedre konvertibilitet, og disses mulige bidrag til økt handel og investeringer, ser Corden (1972) også et mulig *tredje* argument til fordel for valutaunion: Valutaunion kan føre til mer fiskal integrasjon. Hvis denne fiskale integrasjonen medfører harmonisering av regionale skatter og avgifter vil dette bidra til å øke unionens interne prisstabilitet og konvertibilitet ytterligere. Slik tidligere nevnt mener Corden (1972) at økte kapitalbevegelser i en valutaunion blant annet vil legge begrensninger på regionenes

finanspolitikk. Disse restriksjonene kan utgjøre en regional kostnad. Men på samme måte som Mundell (1973b) mener renteforskjeller og valutakursusikkerhet utgjør en transaksjonskostnad og et "europeisk" velferdstap, vil ulikt regionalt system og nivå på skatter og avgifter bidra til dette velferdstapet. Corden (1972) sier at det er særlig viktig at merverdiavgiftene harmoniseres. Harmonisering av skatter og avgifter vil fostre handel og faktormobilitet og således bidra til å redusere Mundells (1973b) europeiske velferdstap.

Felles valuta, like renter og harmoniserte skatter og avgifter vil alene og i samspill med hverandre føre til økt prisstabilitet og bedre konvertibilitet. Dette burde lede til betydelige effektivitetsgevinster i form av økt internasjonal handel og investeringer. Et viktig forbehold er det imidlertid at den felles økonomiske sonen *skaper* ny handel og nye investeringer mellom deltakerland (og utenforland). Hvis internasjonal handel og investeringer i stedet vesentlig *omlegges* fra å være mellom deltager- og utenforland til kun å være mellom deltakerland, da vil gevinstene være mer diskutabelt. Viktig er det allikevel at deltakerlandene uansett vil komme bedre ut om unionen ikke innebærer økte transaksjonskostnader mot verden utenfor.

Scitovsky (1958) mener at om "et all europeisk marked" skal ta ut hele sin effektivitetsgevinst, så må vare- og faktormarkedene være frie for handelsrestriksjoner, kapitalkontroll, valutakursrevisjoner, osv. I ytterpunktet innebærer dette at regionale skatte- og avgiftssatser som kan tenkes å påvirke handel og mobilitet i vare- og faktormarkedene må være identiske. Corden (1972) sier at det verken er nødvendig eller ønskelig å fullstendig utjevne unionens skatte- og avgiftsnivå. Corden (1972) henviser til at verken firmabeskatningen eller inntektsskattenivået er like mellom delstatene i USA. Men Corden (1972) sier at dette skyldes nettopp at faktormobiliteten ikke er perfekt i USA. Videre mener Corden (1972) at selvstendig regional finanspolitikk er ønskelig i forhold til å stabilisere regionale sjokk. Dette på tross av at han ser problemer i forhold til at finanspolitikken er lite fleksibel, videre at hyppige endringer i satser og overføringer kan lede til et effektivitetstap og at kraftige negative permanente sjokk er vanskelig å stabilisere alene med finanspolitikk.

Scitovsky (1958) hevder at betalingsbalanseproblemer knapt oppstår mellom regioner i samme land. Dette på tross av at ingen bevisst politikk sørger for å opprettholde balansene. Scitovsky (1958) sentrale forutsetning for felles europeisk valuta er tilnærmet full varemarkeds- og faktormarkedsintegrasjon. Dermed vil "markedskreftene automatisk fjerne

betalingsbalanseproblemene” akkurat som i landene han sikter til. Scitovsky (1958) mener også som nevnt at hele effektivitetsgevinsten av et felles europeisk marked vil bli tatt ut under full markedsintegrasjon. Scitovsky (1958) er en viktig inspirasjonskilde for senere arbeider av Mundell og McKinnon, men Mundell (1973a) skriver ikke om at varemarkeds- og faktormarkedsintegrasjon vil *fjerne* regionale ubalanser. Mundell (1973a) mener derimot at integrasjon vil *dempe* ubalansene. Hvis en valutaunion i samspill med de interne felles markedene fører til at interne konjunkturer generelt dempes eller til og med fjernes, vil dette utvilsomt over tid lede til høyere vekst og velstandsutvikling.

4.4. Oppsummeringer.

Scitovsky (1958) mener at et ”all-europeisk” marked bare kan utnytte alle positive effekter om langtids investeringsbeslutninger foretas uten nasjonale hindringer innad i dette markedet. Hvis kapitalen skal strømme dit hvor den kaster best av seg, krever dette at markedet ikke blir forstyrret av handelsrestriksjoner, vekslingskontroll og revisjoner av valutakursene. Mundell (1961) og McKinnon (1963) mener usikkerheten kursrevisjonene under Bretton Woods-systemet generer en kursrisiko eller transaksjonskostnad som hindrer effektiv internasjonal utnyttelse av tilgjengelig kapital. Mundell (1973b) mener at stadig endringer i devalueringsforventninger og kursrisiko under et mer fleksibelt fastkurssystem enn Bretton Woods, vil gjøre de europeiske finans- og pengemarkedene enda mer ineffektive. Herunder vil usikre prisomregninger og avkastningsrater redusere handel og hindre investeringer mellom de europeiske landene. Jo mindre og jo åpnere et land er, jo mer prisstabilitet mener McKinnon (1963) landet kan oppnå ved å binde valutaen til de importerte godene. Mens Corden (1972) mener et åpent land kan oppnå prisstabilitet ved å beholde egen valuta om forstyrrelsene kommer fra utlandet. Mundell (1973a) viser at full finansmarkedsintegrasjon bare kan oppnås under felles valuta. Fjerning av kursrisiko og deling av byrdene ved interne sjokk, skulle sikre et mer stabilt inntektsnivå og dempe tilfeldige konjunktursvingninger i unionen. Reduserte reservekrav og lavere risikopåslag skulle kunne øke deltakerlandenes realinvesteringer og vekstevne. Men Fleming (1971) og Corden (1972) gjør imidlertid den viktige antagelsen at om en valutaunion inngås mellom partnerland som forut for unionen hadde innbyrdes betalingsbalanseproblemer, så kan økt kapitalmobilitet forsterke asymmetriske regionale konjunkturbevegelser innad i unionen. Følgelig kan kapitalmobiliteten måtte begrenses. Særlig Fleming (1971) betviler gevinstpotensialet generelt ved en valutaunion i Europa.

5. Implikasjoner av senere makroøkonomiske bidrag.

Den generelle likevektsmodellen fra 2. kapittel, Mundell-Fleming – og AS-AD modellen slik beskrevet i det 3. kapittelet, gir alle myndighetene eller regjeringen en viktig rolle for stabilisering av økonomien. Valutakursinstrumentet, finans- og pengepolitikk kan alle tre, riktig nok i varierende grad, benyttes til for eksempel gjenopprettelse av den interne – og eksterne balansen i etterkant av sjokk. De tidlige ”Cost-benefit”-analysene la til grunn at bruk av disse virkemiddelene kan flytte etterspørselen i økonomien langs en stigende aggregert tilbudskurve. Følgelig er det riktig å kalle den tidlige OCA-teorien og de tidlige ”cost-benefit”-analysene for keynesianske prosjekter (Willet 2001, Arnold 2002, Mongelli 2002).

Monetarismen vokste fram på 1960-tallet som den ledende alternative skoleretningen til keynesianismen. Monetaristenes modeller ble etter hvert utformet med tanke på å fange inn problemene med inflasjon og stagnerende vekst på 70-tallet (Dornbusch 2000). Følgelig er det ikke overraskende at disse modellene fanger godt inn de empiriske dataene fra denne perioden (Rødseth 2000). Monetaristene og de senere ny-klassikerne var *særlig* uenige i konklusjonen om at myndighetene ved aktivistisk politikk kunne foreta skjønnsmessige avveininger mellom inflasjon og arbeidsledighet. Denne konklusjonen baserte seg altså på den empirisk observerbare Phillipskurven (Mork 1993, Arnold 2002). Monetaristene utviklet likevektsmodeller hvor tilbudssiden i økonomien bestemte langsiktig aggregert likevekt. På lang sikt kunne ikke myndighetene ved ekspansiv etterspørselspolitikk redusere ledigheten eller øke aktivitetsnivået utover denne langsiktige likevekten. Både monetaristene og ny-klassikerne forklarte på 70-tallet observasjonene som lå bak Phillipskurven med uforutsette monetære sjokk. Myndighetene kunne overhodet ikke, slik Fleming (1971) og Corden (1972) hevdet, foreta en *langsiktig* optimal avveining mellom inflasjon og ledighet. Ethvert bevisst forsøk på å øke aktivitetsnivået utover den langsiktige likevekten i økonomien ville bare resultere i høyere inflasjonsrater. *Phillipskurven og økonomiens aggregerte tilbudskurve var på lang sikt vertikale* (Mork 1993, Arnold 2002). I første avsnitt forklares det hvordan nye modeller forkastet og kom med alternativ til Phillips-kurveanalysen fra kapittel 3. I neste avsnitt drøftes noen ulemper og fordeler ved de monetære reglene; valutakursmål og inflasjonsmål. Dette blir selvsagt sett i forhold til debatten rundt EMU fram mot årtusenskiftet.

5.1. Den vertikale langsiktige Phillipskurven og politisk ineffektivitet.

5.1.1. Et monetaristisk utgangspunkt - Laidler Modellen.

Arnold (2002) viser enkelt hvordan monetaristenes og ny-klassikernes antagelser kan forklares gjennom å benytte Laidlers og Barro-Gordens modeller fra hhv 1976 og 1983²². Fokuset er på det som skjer på tilbudssiden av økonomien. I motsetning til i den keynesianske AS-AD modellen tilpasses *ikke* produksjonen seg passivt endringer i etterspørselen. Nå økes produksjonen bare om produsentene mener at driftsmarginene har bedret seg (Mork 1993, Arnold 2002). I Laidler modellen er dette formulert som at produksjonen øker når reallønnen reduseres. Det sentrale punktet blir da hvordan lønnsdannelsen skjer. I den opprinnelige monetaristiske Laidler modellen har lønnssetterne *adaptive* forventninger til inflasjonsutviklingen. Dvs at de fastsetter lønnsnivået for neste periode ut fra hvordan inflasjonsnivået periodevis har utviklet seg til og med nåværende periode. Her kan forventet inflasjon modelleres som for eksempel et veid gjennomsnitt av tidligere inflasjonsrater. Hvis vi i stedet antar at lønnssetterne har *rasjonelle* forventninger, vil de benytte all tilgjengelig informasjon om framtidig inflasjonsutvikling, også forskernes beste analyseverktøy, i lønnsfastsettelsen. Men heller ikke rasjonelle forventninger innebærer perfekt framsyn. Dette fordi uforutsette hendelser kan inntreffe. Informasjonen tilgjengelig er ufullkommen. Videre antas det optimaliserende aktører. Fagforeningene ønsker seg høyest mulig reallønn og sysselsetting. Den aggregerte likevekten i økonomien er blant annet et resultat av hvordan fagforeningene avveier disse to målene mot hverandre. Perfekt kapitalmobilitet og flytende valutakurser er også generelt viktige forutsetninger i de monetaristiske modellene (Mork 1993, Rødseth 2000, Arnold 2002).

Både monetaristene og ny-klassikerne forutsatte at kvantitetsteorien gjaldt. Dvs at realpengemengden alene bestemmer etterspørselen i økonomien. Dette betyr blant annet at pengeetterspørselen ikke er renteelastisk. Om aggregert etterspørsel i økonomien skulle øke måtte dette altså være et resultat av en større realpengemengde (Mork 1993, Arnold 2002). Ved et positivt pengemengdesjokk vil aggregert etterspørsel øke utover det langsiktige tilbudet i økonomien. I det lønnssetterne har adaptive forventninger vil den økte etterspørselen

²² Laidler, D.E.W. (1976), 'The Rate of Interest and the Demand for Money – Some Empirical Evidence'. Journal of Political Economy, 74. Barro, R.J. og Gordon, D.B. (1983), 'A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model'. Journal of Political Economy, 91.

gi en prisvekst som ikke ble innkalkulert i lønnsnivået for denne perioden. Følgelig vil produsentene observere at driftsmarginene har bedret seg og produksjon og sysselsetting vil øke. Kortvarige ubalanser dannes hvor ledigheten er lavere og inflasjonen høyere enn i den langsiktige likevekten. Den tilsynelatende keynesianske Phillipskurve-relasjonen er bare kortvarig. Fagforeningene observerer at reallønnen har gått ned. Høyere sysselsetting kan ikke kompensere for dette fordi fagforeningene har foretatt en optimal avveining mellom reallønn og ledighet forut for sjokket. Følgelig vil lønnsveksten i neste periode måtte kompensere inflasjonen i denne perioden. Resultatet vil være at så lenge inflasjonen endrer seg, vil det dannes ubalanser som skiller seg fra økonomiens langsiktige produksjons- og ledighetsnivå (Mork 1993, Arnold 2002). Om sjokket innebar en *permanent* økning i pengemengdeveksten isolert til et bestemt land, vil sjokket innebære at landets nominelle valutakurs, priser og lønninger adapterer tilsvarende endringsrater. Følgelig vil reallønn og realkurs være tilnærmet konstante og økonomiens langsiktige interne – og eksterne balanse opprettholdes.

Den ny-klassiske utgaven av Laidler modellen (med rasjonelle forventninger) gir enda mindre rom for ubalanser eller avvik fra den langsiktige likevekten (Arnold 2002). For det første har aktørene rasjonelle forventninger, men samtidig er informasjonen som tilkommer dem imperfekt. Følgelig vil bare ukontrollerbare og uforventede sjokk kunne påvirke produksjon og sysselsetting i økonomien. Alle andre endringer av pengemengden vil lønnssetterne ha kalkulert inn i lønnsveksten. Produsentene vil bare foreta proporsjonale prisjusteringer basert på de samme kalkulasjonene. Reallønn og produksjon vil forbli uendret på tross av at pengemengden har endret seg. For det andre vil uforventede sjokk føre til mer kortvarige avvik fra den langsiktige likevekten i økonomien. Dette på grunn av at når sjokket først har materialisert seg, vil lønnssetterne raskt tilegne seg kunnskap om sjokkets egenart. Følgelig vil lønnssetterne justere lønnsveksten deretter og produksjonsavviket fra langsiktig likevekt vil bli kortvarig.

5.1.2. Revurderingen av Flemings og Cordens kostnadsanalyse.

Fleming (1971) og Corden (1972) la *ikke* til grunn at monetære sjokk skulle kunne forårsake høyere aktivitetsnivå i sine analyser. De mente som nevnt tidligere at ekspansiv finanspolitikk ledsaget av en tilhørende ekspansiv monetær politikk kunne heve aktivitetsnivået, spesielt hvis utgangspunktet var et lavt inflasjonsnivå. Hvis vi ser bort fra kvantitetsteorien, da denne er dårlig empirisk begrunnet i årlige data (Arnold 2002), vil finanspolitikken i seg selv kunne

heve aktivitetsnivået midlertidig. Videre er inflasjonsforventningene adaptive. Det er også rigiditeter i vare- og tjenestemarkedet. I denne situasjonen vil nok økonomien bruke litt tid på vende tilbake til den langsiktige likevekten, men den vil uansett gjøre det på grunn av at ekspansjonen vil føre til prisstigning. Prisstigningen gjør at eksportindustrien blir mindre konkurransedyktig. Hvis prisstigningen medfører at myndighetene devaluerer, vil både økte importpriser og økt innenlandsk prisvekst føre til at lønnstakernes kjøpekraft synker. Følgelig vil lønnsveksten måtte kompensere for prisstigningene. På sikt er det tvilsomt om produsentenes driftsmarginer har bedret seg. Dermed vil økonomien vende tilbake til sitt langsiktige aktivitetsnivå, men med en høyere inflasjonsrate om ekspansjonen er permanent (Mork 1993).

Friedman spår i en meget berømt tale til "The American Economic Association" i romjulen 1967 at den empiriske Phillipskurve-sammenhengen vil bryte sammen²³. På 1970-tallet kolliderer da også sammenhengen empirisk. Sterkt økende råvarepriser og vedvarende høye og ustabile rater for pris- og lønnsvekst forårsaket en internasjonal lavkonjunktur (Arnold 2002). Krisen førte også til at Bretton Woods systemet nødvendigvis måtte bryte helt sammen. Det var selvsagt umulig med et slikt fastkurssamarbeid under det Mundell (1999) kaller for "inflasjonens tidsalder". Fleksible vekslingskursforhold måtte til for at betalingsbalansene skulle holde. Empirisk så det ut som om den aggregerte tilbudskurven skiftet opp langs en fallende etterspørselskurve i flere av økonomiene (stagflasjon) (Arnold 2002). Samtidig ble det som forklart (5.1.1.) utviklet modeller som viste ineffektiviteten ved ekspansiv politikk. Blant makroøkonomene skjer det følgelig et "stemningsskifte" på 70-tallet (Mork 1993). Men i praktisk politikk måtte en vente til midten av 80-tallet før forestillingen om optimal selvstendig kontroll av aktivitetsnivået for alvor slo sprekker. Frankrike førte fra 1981 av en selvstendig ekspansiv etterspørselspolitikk slik Fleming (1971) og Corden (1972) beskriver. Resultat ble som beskrevet over: En høyere fransk inflasjon og et betydelig underskudd på handelsbalansen gjorde at den fastsatte franckursen i ERM I samarbeidet ble umulig å holde²⁴. I 1983 måtte president Mitterrand gjøre en ubehagelig snuoperasjon med tilstramninger for å gjenopprette den eksterne balansen. Dette var siste gangen et større europeisk land med ekspansiv politikk forsøkte å oppnå en "bedre" avveining mellom inflasjon og

²³ Friedman, M. (1968), 'The Role of Monetary Policy', American Economic Review, Vol. 58. Nr. 1.

²⁴ ERM I samarbeidet var det første fastkurssystemet som oppstod mellom flere av de viktigste Vest-Europeiske landene etter at Bretton Woods samarbeidet kollapset fullstendig. ERM I ble opprettet i 1979.

arbeidsledighet. Ironisk nok ble Frankrike under Mitterrand etter dette den fremste pådriveren for europeisk samarbeid og økonomisk integrasjon (Claes og Førland 2004).

Fleming (1971) mente at på kort sikt ville Phillipskurve-relasjonen bli påvirket av faktorer som endringer i inflasjons- og ledighetsrater, men han presiserer at det eksisterer et stabilt langsiktig forhold mellom nivåer på inflasjon og ledighet. Corden (1972) erkjenner at de siste dataene for lønnsendringer i flere land kan skape tvil om eksistensen av en stabil Phillipskurve-relasjon, men han argumenterer for at nominell lønnsrigiditet og følgelig reallønnsfleksibilitet er en korrekt forutsetning. Følgelig er det ingenting i veien med kostnadsanalysene han og Fleming (1971) foretar. Reallønnsrigiditet vurderer Corden (1972) kun som en mulighet idet økonomiene blir veldig åpne. McKinnons (1963) analyse har relevans i det fagforeningene i disse veldig åpne økonomiene blir mer oppmerksomme på kjøpekraftsendringer. Dette skyldes selvsagt den relativt sterkere innflytelsen valutakursendringer vil ha på prisnivået (Corden 1972).

Tavlas (1993) mener at innsiktene fra diskusjonene rundt Phillipskurve-kollapset har avlevert de viktigste nye bidragene i debatten rundt valutaunioner. *Phillipskurve-kollapset har implisitt betydelig redusert de antatte kostnadene ved etablering av en valutaunion*. Phillipskurven impliserer at hver nasjon kan føre egen uavhengig makroøkonomiske politikk. Mongelli (2002) kaller dette en "myte". Den gamle Phillipskurve-analysen må utvides med en variabel for forventet inflasjon. Dette fordi lønnsetterne forhandler om hva de forventer at reallønnen vil bli. Perfekt forventede endringer i makroøkonomisk politikk vil overhodet ikke føre til et høyere aktivitetsnivå i økonomien, heller ikke på kort sikt. Dette underminerer også forestillingen om at det finnes en stabil *kortsiktig* Phillipskurve-relasjon (Tavlas 1993, Mongelli 2002). Kostnadsanalysen til Fleming (1971) og Corden (1972) bryter sammen i det Phillipskurven må erstattes med en naturlig arbeidsløshetsrate. Denne arbeidsledighetsraten bestemmes av økonomiens langsiktige likevekt (Tavlas 1993, Mongelli 2002).

Fleming (1971) og Corden (1972) mener at myndighetene kan foreta en optimal avveining mellom arbeidsledighet og inflasjon ved å føre det Kenen (1969) kaller en optimal "policy-mix". Dette innebærer en kombinasjon av finans- og pengepolitikk som styrer økonomien på en slik måte at optimalt punkt på Phillipskurven nåes. Tavlas (1993) og Mongelli (2002) mener derimot at myndighetene ved å føre en slik selvstendig makroøkonomisk politikk *reelt sett bare kan velge mellom høy og lav inflasjon*.

5.1.3. Monetaristiske fortolkninger av inflasjonsproblemet (i Vest-Europa).

Laidler modellen med rasjonelle forventninger blir til Barro-Gordon modellen om vi legger til en spesifikasjon for myndighetenes rolle (Arnold 2002). I Barro-Gordon modellen er det mulig for myndighetene å ha perfekt kontroll over pengemengden. Dvs hvis myndighetene på forhånd annonserer en bestemt monetær politikk og de i praksis følger denne politikken, så vil lønnssetterne bestemme reallønnen slik at den langsiktige likevekten gir et inflasjonsnivå som samsvarer med den annonserte politikken. Ved å følge en bestemt regel for hvordan pengemengden skal vokse, vil myndighetene altså oppnå det inflasjonsnivået de måtte ønske seg (Arnold 2002, De Grauwe 2005).

Akkurat som i for eksempel analysene til Fleming (1971) og Corden (1972) har imidlertid myndighetene *preferanser* for forholdet mellom inflasjon og arbeidsledighet. Jo lavere inflasjonsnivå, jo mer villig er myndighetene til å la inflasjonen øke for å redusere ledigheten (De Grauwe 2005). Ved å øke pengemengden utover sin egen annonserte regel, kan myndighetene overraske lønnssetterne med en uforutsett økning i inflasjonsratene. Følgelig kan myndighetene ved "regelbrudd" øke produksjonen og senke arbeidsledigheten i økonomien. Gleden er imidlertid kortvarig. Så snart lønnssetterne har klart å gjennomskue mønsteret i regelbruddene, vil de øyeblikkelig sette lønnsveksten lik pengemengdeveksten og inflasjonsratene som følger av "regelbruddspolitikken". Igjen får vi samme resultat som ved monetære sjokk i Laidler modellen: Myndigheten kan ikke ved skjønnsmessig utøvelse av monetærpolitikk særlig lenge flytte aktivitetsnivået utover den langsiktige likevekten i økonomien (De Grauwe 2005). Men hvis den kortsiktige nytten ved å heve aktivitetsnivået er større enn den langsiktige kostnaden ved bare å oppnå høyere inflasjon, vil myndigheten like fullt avvike fra enhver regel for pengemengdevekst. Hvis lønnssetterne fornekter at myndighetene har slike incentiver, vil økonomien straks flytte seg til en slik høyinflasjonslikevekt uten at aktivitetsnivået har økt (De Grauwe 2005).

Mundell (1973a) har en litt annen tilnærming til inflasjonsproblemet enn det Barro-Gordon modellen tilkjenner. Slik Fleming (1971) og Corden (1972) påpeker; hvis det er store strukturelle rigiditeter i arbeidsmarkedet og lønnsforhandlingene skjer innenfor hver struktur eller sektor, kan økonomien havne i en høyinflasjonslikevekt (Mongelli 2002). Dette kan skje ved at fagforeningene innen hver sektor forsøker å presse opp reallønnen. Hvis dette skulle lykkes, vil økonomien havne i en likevekt med både høyere arbeidsledighet og inflasjon. For å

hindre at økonomien setter seg fast i en likevekt med høyere ledighet og lavere produksjon, kan myndighetene øke pengemengden og følgelig øke inflasjonen ytterligere. Dette skjer helt inntil myndighetene klarer å holde reallønnen og ledighetsraten tilnærmet like hva de var *ex ante*. Høyinflasjonslikevekten nåes i et slikt tilfelle når kostnadene ved høyere inflasjon blir så stor at fagforeningene ikke ser noen nytte i å utøve videre lønnspress. Mundell (1973a) kaller myndigheter som ved ekspansiv politikk *selv* forårsaker inflasjon for “uintelligente”. Mens myndigheter som ved ekspansiv politikk forsøker å forhindre at reallønnspress skaper ledighet, beskriver Mundell (1973a) som i “lomma på pressgrupper”.

Uansett årsak er det rimelig å anta at slike høyinflasjonslikevekter vil, særlig på lang sikt, skade økonomien. Høye og varierende pris- og lønnsøkninger, samt tilhørende depresieringsrater i forhold til lavinflasjonsvalutaer, gjør relative priser vanskelig å bestemme for konsumenter og produsenter. Unøyaktighetene og usikkerheten vil redusere nytten av informasjonen i prissystemet. Dette vil medføre flere feilvurderinger i forhold til inngåelse av kontrakter og transaksjoner (Mork 1993, Tavlas 1993). Videre vil høy og varierende inflasjon bidra til imperfekt kapitalmobilitet og generelt mer kortsiktige investeringer. Høyinflasjonsland kan komme til å måtte tåle høyere realrenter enn lavinflasjonsland (Rødseth 2000, DeGrauwe 2005)²⁵. Høy og varierende inflasjon og høyere realrenter øker alternativkostnadene for realinvesteringer. Resultatet blir en langsommere fornyelse og oppbygging av tilbudssiden i økonomien (Mork 1993, De Grauwe 2005). I perioden med flytende valutakurser på 70-tallet bidro så en ekspansiv monetær politikk til at etterspørselskurven ble presset mot en stagnerende vertikal tilbudskurve. Monetaristene vil i høy grad si at dette forklarer den langvarige lavkonjunkturen som oppstod i denne perioden. Selv om skadevirkningene av høyere og ulike inflasjonsrater var omstridt på 70-tallet (Mork 1993), er det antagelig riktig å si at de tosifrede inflasjonsratene flere europeiske land erfarte til langt på 80-tallet var i overkant av hva Fleming (1971) og Corden (1972) antok som akseptable i sine Phillipskurvmodeller.

²⁵Monetaristene forutsatte at både kjøpekraftsparitet og utildekket renteparitet gjaldt i deres modeller. Hvis realrentedefinisjonen settes inn i det utildekkede renteparitetsvilkåret og kjøpekraftsparitet gjelder, vil innenlandsk realrente være lik utlandets (Rødseth 2000). Slik bla Mundell (1973b) ser det, vil høye og varierende inflasjons- og depresieringsrater redusere den internasjonale kapitalmobiliteten. Kjøpekraftsparitetsvilkåret vil i en slik situasjon få økt relevans i det prissammenligninger blir viktigere, men størrelsen på risikopremien kan allikevel sees som en stigende funksjon av forventning og varians av inflasjons- og depresieringsratene i det tilstrekkelig gode kalkulasjoner blir vanskeligere å gjennomføre (Rødseth 2000). Sett i forhold til for eksempel den Vest-Tyske lavinflasjonsøkonomien, kunne altså høyinflasjonsland måtte godta en høyere realrente.

5.1.4. Troverdige inflasjonsmål og arbeidsmarkedsfleksibilitet.

Tavlas (1993) skisserer med hjelp av innsiktene fra den ny-klassiske Barro-Gordon modellen to ulike sett med monetære regler som kan omdanne en suboptimal høyinflasjonslikevekt til en optimal lavinflasjonslikevekt. For det *første* kan myndighetene forsøke å overbevise lønnssetterne om at de har bundet seg til et lavt inflasjonsmål ved at de overlater ansvaret for den monetære politikken til en politisk uavhengig sentralbank. Denne uavhengige sentralbanken kan bidra til at inflasjonsmålet blir troverdig. Dette forutsetter at det ligger i bankens mandat at den potensielt kan bekjempe alle former for inflasjonspress med kontraktiv monetær politikk. Men om myndighetene har en betydelig aversjon mot arbeidsledighet, vil et slikt inflasjonsmål uansett ikke være troverdig om økonomien blir utsatt for et negativt tilbudssidesjokk. Om for eksempel økonomien har sterke sektorspesifikke fagforeninger som utøver reallønnspress, vil disse kunne forårsake et kostnadssjokk som er stort nok til at myndighetene ser seg best tjent med å endre den monetære regelen. Regelen er ikke *tidskonsistent*. Følgelig er den ikke tilstrekkelig troverdig (Tavlas 1993, Arnold 2002, De Grauwe 2005). Erfaringene fra for eksempel Storbritannias anti-inflasjonspolitik på 80-tallet fristet ikke de “svakere” Sør-Europeiske regjeringene til å forsøke lignende monetær politikk. Betydelige strukturelle rigiditeter i det britiske arbeidsmarkedet bidro til høy og langvarig arbeidsledighet²⁶. Hvis kontraktive *nasjonale* monetære regler skal kunne løse inflasjonsproblemene gitt at myndighetenes preferanser inneholder en betydelig aversjon mot ledighet, så må arbeidsmarkedet kunne bidra til at reallønnen er fleksibel (Rødseth 2000, Mongelli 2002).

Den *andre* regelen Tavlas (1993) (og De Grauwe (2005)) skisserer er en langt mer troverdig regel for en høyinflasjonsøkonomi. Regelen innebærer at egen valuta og sentralbank avskaffes til fordel for en valutaunion med tilstøtende partnerland. Men dette alene er ikke nok. Valutaunionen må være slik utformet at den felles sentralbankens mandat er utformet etter mønster av sentralbanken i en lavinflasjonsøkonomi. Tavlas (1993) tenker seg altså at høyinflasjonsøkonomien erverver seg lavinflasjonsøkonomiens troverdige monetære regler ved inntreden i en slik valutaunion. Ved å avskaffe egne nasjonale monetære institusjoner, vil det for høyinflasjonsøkonomiens lønnssettere være rasjonelt å forvente at unionens

²⁶ Tidligere statsminister Thatcher beskriver i sine memoarer, “The Downing Street Years” (1995), hvordan fagforeningene, opposisjonen, pressen og medlemmer av hennes eget konservative parti i de første regjeringsårene, presset på og forventet at hun ville komme til å måtte gjøre en “U-sving” i den økonomiske politikken. Konflikten med fagforeningene toppen seg under kullstreiken i 1984 og stålstreiken i 1985.

sentralbank ikke vil utligne de negative konsekvensene av overdrevne lønnskrav. "Svake" regjeringer kan ikke lenger forvente å bli bistått med depresieringer ved overdrevent ekspansiv finanspolitikk. En valutaunion vil følgelig kunne tilføre en høyinflasjonsøkonomi lavinflasjonsøkonomiens tidskonsistente monetære regler (Tavlas 1993 og 1994, Mongelli 2002, De Grauwe 2005). Denne tankegangen motiverte i stor grad PIGS-landenes (Portugal, Italia, Hellas og Spania) deltagelse i EMU. Den felles sentralbanken, ECB, skulle ha enda strengere monetære regler enn den mest anti-inflatoriske av medlemslandenes sentralbanker, dvs Tysklands Bundesbank (De Grauwe 2005). Regjeringer eller fagforeninger som i en valutaunion utøver inflasjonsdrivende politikk, vil i høy grad selv måtte løse arbeidsledighets problemer denne politikken medfører²⁷. Den felles sentralbanken vil definitivt ikke føre ekspansiv politikk på føderalt nivå for å dempe negative konsekvenser av kortsiktig regional politikk. Allerede Fleming (1971) bemerker at land i en valutaunion kan bli mer tilbakeholdne med å føre ekspansiv politikk. Dette på grunn av de forverrede konsekvensene av å måtte gå igjennom en deflasjonsprosess som gjenoppretter den eksterne balansen (Fleming 1971).

Men hvis lønnsforhandlingene skjer innenfor næringssektorer som domineres av sterke fagforeninger, vil disse fagforeningene lett kunne forhandle med tanke på å øke reallønnen relativt til andre sektorer. Mongelli (2002) og De Grauwe (2005) er spesielt opptatt av at slike fagforeninger forhindrer tilstrekkelig fleksibilitet om økonomien blir utsatt for negative sjokk. Lønnsforhandlingene innen hver sektor kan skje uten tanke på det generelle arbeidsledighetsnivået i økonomien. På lengre sikt kan disse fagforeningene hindre produktivtvekst ved at de bremser nødvendig teknisk omstilling. På tross av en valutaunion som forhindrer høy inflasjon, kan altså tidligere høyinflasjonsland måtte tåle overdrevent reallønnspress og høy arbeidsledighet. Economist (28/5-2011) mener feks at den særlig høye spanske ledigheten skyldes strukturelle rigiditeter i arbeidsmarkedet. Den dårlige spanske *arbeidsmarkedsfleksibiliteten* skyldes lav reallønnsfleksibilitet, de nominelle lønningene er for høye, og lav arbeidskraftsmobilitet, både lav mobilitet mellom yrkessektorene og liten vilje til å flytte geografisk. I tillegg utestenges høyproduktiv yngre arbeidskraft av et stillingsvern som favoriserer eldre og dyrere arbeidskraft (Economist 28/5-2011). De eldre OCA-forfatterne vektla lønns- og prisfleksibilitet og faktormobilitet som kritiske egenskaper i en valutaunion,

²⁷ Under denne analysen av inflasjonsproblemet har jeg implisitt forutsatt perfekt konkurranse mellom bedriftene. Hvis konkurranseforholdene mellom bedriftene i stedet er preget av imperfekt konkurranse, er det imidlertid lett å vise at profittmaksimerende bedrifter kan ha en inflasjonsdrivende rolle. I land med historisk høy- og variabel inflasjon vil slike bedrifter særlig fristes til å øke prisene umiddelbart etter overgangen til felles valuta. I en overgangssituasjon kan det være vanskelig for konsumentene å identifisere relative prisøkninger. De Grauwe (2005) antyder at en del italienske bedrifter utnyttet denne muligheten under overgangen til Euro.

men Mongelli (2002) mener at ny innsikt siden 70-tallet forteller oss at lønnsforhandlingene må enten skje på bedriftsnivå eller på nasjonalt nivå. Bare slik kan tilstrekkelig regional arbeidsmarkedsfleksibilitet sikres. Forhandlinger på bedriftsnivå vil bidra til rask justering av firmaets konkurranseevne ettersom markedsvilkårene endrer seg. Forhandlinger som koordineres på nasjonalt nivå vil kunne hindre overdreven kostnadsutvikling og dempe ledighetsproblemer i kjølvannet av negative sjokk (Mongelli 2002).

Tavlas (1993) mener at på lang sikt har en høyinflasjonsøkonomi mye å tjene på å bli med i en valutaunion utformet etter mønster av en lavinflasjonsøkonomi, men Tavlas (1993) mener allikevel dette må veies opp mot kortsiktige justeringskostnader ved overgangen til unionen. Selv om den langsiktige Phillipskurven er vertikal, kan kandidatland ha ulike kortsiktige Phillipskurver. Dette kan forårsake ledighetsproblemer. De Grauwe (2005) mener det er feil å kalle slike mulige justeringskostnader for kostnader ved en valutaunion spesielt. Hvis høy og variabel inflasjon skader økonomien, så må eventuelle kostnader en deflasjonsprosess medfører tas uansett. Mongelli (2002) mener at en høyinflasjonsøkonomi umiddelbart kan oppnå fordelene med lav og stabil inflasjon ved inntredelsen i en valutaunion. Implikasjonene fra Barro-Gordon modellen tilsier at om en ny troverdig monetær regel introduseres, så vil lønnssetterne straks justere sine inflasjonsforventninger deretter. I en valutaunion med monetære regler som sørger for lav og stabil inflasjon, vil det altså ikke være rasjonelt for noen lønnssettere å tro at de kan “presse” unionen til å legge om pengepolitikken. Følgelig mener Mongelli (2002) at ingen ledighetsproblemer behøver å oppstå i overgangsfasen. Økonomien vil bevege seg direkte fra høyinflasjons- til lavinflasjonslikevekten. Videre mener Mongelli (2002) at jo lengre høyinflasjonslikevekten ligger unna unionens lavinflasjonslikevekt, jo større er den potensielle gevinsten av å inngå i en valutaunion for høyinflasjonslandet. Dette er helt motsatt konklusjon av hva Fleming (1971) og Corden (1972) kom fram til i sine Phillipskurve-analyser. Fleming (1971) mente jo at høyinflasjonslandet sannsynligvis ville måtte bære den største kostnaden (i form av økt ledighet). Imidlertid forsvinner ikke all relevans fra Flemings (1971) inflasjonsegenskap: Forskjeller i inflasjonsrater kan også skyldes asymmetriske etterspørselssjokk mellom potensielle medlemsland (De Grauwe 2005). Videre er det også gjerne slik at hvis strukturelle rigiditeter i arbeidsmarkedet presset fram lønns- og prisspiraler i landet ex ante valutaunionen, vil lav arbeidsmarkedsfleksibilitet gjerne forårsake høy og vedvarende arbeidsledighet om økonomien rammes av permanente negative sjokk ex post unionen (Mongelli 2002).

5.2. Valutakursmål versus inflasjonsmål

5.2.1. Litt grunnleggende om monetære regler.

To av verdens fremste talpersoner, dvs Robert Mundell og Milton Friedman, for hhv valutakursmål og inflasjonsmål møttes i 2001 til debatt²⁸. Det er særlig to områder hvor debattantene er uenige: Det første gjelder hvor effektive nominelle valutakursendringer egentlig er under et inflasjonsmål (kommentert i 5.2.2.). Det andre gjelder incentivene aktørene har til å etterleve de ulike monetære reglene her skissert (kommentert i 5.2.3). Imidlertid er debattantene enige om at det grunnleggende finnes tre regler for monetær politikk. Den første er et rent monetært mål som er tenkt å stabilisere nivået og vekstraten på pengemengden i økonomien. Den andre er et inflasjonsmål hvor først og fremst valutaens rente reguleres etter vanligvis prisveksten på en mengde varer og tjenester. Men Friedman (2001) mener en slik konsumpris-indeks ikke er udiskutabel. Friedman (2001) mener også at det kan argumenteres for at prisindekser for produksjonen, innsatsfaktorene eller bare lønnsvekst kan benyttes. Den tredje er et valutakursmål hvor valutakursen bindes til en eller flere andre valutaer eller at valutaen erstattes med en felles valuta for de aktuelle landene. Friedman (2001) mener at en valutaunion så vel som fastkurssamarbeid som Bretton Woods vil slite med å erverve det impliserte aktører vil oppfatte som en troverdig utforming. Følgelig foretrekker Friedman (2001) fortrinnsvis valutakursmålene dollarisering, dvs at valutaen rett og slett byttes ut med et annet lands valuta, eller seddelfond, dvs at valutareservene utgjør en meget stor andel av egen valutas pengemengde, (i følge Mundell (1997) mer enn 50 prosent). Mundell (2001) mener imidlertid at fastkurssamarbeid kan bli tilstrekkelig troverdige om deltakerlandenes myndigheter særlig har identiske inflasjonspreferanser og felles forståelse av at valutakursmålet er bindene. Friedman og Mundell (2001) er imidlertid enige om at når den nominelle valutakursen bortfaller som justeringsmekanisme for eksterne ubalanser, så må landene i valutaunionen eller i det "harde" fastkurssamarbeidet ha tilstrekkelig *intern* og *ekstern* faktormobilitet og - høy lønns- og prisleksibilitet. Regimer som ligger i mellom et rent inflasjonsmål og harde troverdige valutakursmål er ikke aktuelle å diskutere. Disse vurderes før eller senere å kollapse med frie kapitalbevegelser (Friedman og Mundell 2001).

²⁸ I den etterhvert velkjente nedtegnede debatten mellom Friedman og Mundell, 'One World, One Money?', gjengitt i Policy Options (Options Politiques) i mai 2001, debatteres flere viktige monetære spørsmål. Replikkene er tydelig adskilt, følgelig refereres innleggene i debatten som Friedman (2001) og Mundell (2001) der debattantene er uenige. Mens debattantene refereres som Friedman og Mundell (2001) der de er enige.

Friedman (2001) mener valutakursmål kan benyttes av små utviklingsland som erfaringsmessig fører en ustabil monetærpolitikk hvor inflasjonen periodevis er høy. Tilsvarende mener han at et lite land som er tett økonomisk sammenvevd med et stort og stabilt land kan tjene på å dollarisere økonomien eller å opprette et seddelfond. Friedman (2001) nevner Panama som et eksempel på et land som har tjent på å dollarisere økonomien²⁹. Mundell (2001) mener inflasjonsmål selvsagt er den beste regelen for store land som ikke kan binde seg til mindre tilstøtende land. USA kan ikke binde dollaren til noen annen valuta overhodet, mens Tyskland kunne ikke binde marken til dollaren eller tilstøtende europeiske land. Mundell (2000) studerer svingningene i mark-dollar raten 30 år tilbake i tid og konkluderer med at en valutaunion mellom Tyskland og USA ville uansett ha brutt sammen. Men selvsagt; Friedman og Mundell (2001) er uenige om hvilken regel som vil være best for et vidt intervall av, i størrelse, mellomliggende land.

Mundell (2000, 2001) redegjør for når et vilkårlig valgt “mellomliggende” land bør benytte de ulike monetære reglene. Land med høy inflasjon, for eksempel 2-3 prosent i måneden eller mer, bør benytte et monetært mål for nivå og vekst på pengemengden. Vanligvis er høye inflasjonsrater forårsaket av offentlige budsjettunderskudd som er finansiert av sentralbanken, ofte kalt seddeltrykking. Stabilisering av økonomien krever at den ekspansive monetære politikken dempes. For inflasjonsrater under 15-20 prosent per år blir monetære mål for grovkalibret. Raten mellom pengemengdevekst og inflasjon vil fluktuere for mye til at monetære mål kan benyttes. Følgelig er et rent inflasjonsmål å foretrekke. For lave inflasjonsrater, Mundell (2001) foreslår lavere enn 5 prosent per år, er vi tilbake til diskusjonen om et valutakursmål eller inflasjonsmål burde benyttes. En lav og stabil inflasjonsrate er et veldig viktig politisk mål og Mundell (2001) sier at land som ønsker seg en høyere inflasjonsrate *ikke* kan inngå i en valutaunion eller et troverdig fastkurssamarbeid. De Grauwe (2005) mener konvergenskriteriene for deltagelse i EMU kan fortolkes som nødvendige kriterier for å gjøre den tyske lavinflasjonspolitikken reell³⁰. Bare ved at EU-landene pinte seg ned til inflasjonskravet, uansett om ledigheten økte, kunne tyskerne akseptere dissens deltakelse i EMU. Men

²⁹ Friedman (2001) nevner at han redegjør for under hvilke omstendigheter valutakursmål trolig er bedre å benytte i Friedman (1973), ‘Money and Economic Development’, The Horowitz Lectures of 1972, Praeger.

³⁰ I Maastricht traktaten fra 1991 vedtok EU-landene hvilke krav et land måtte bestå før det kunne ta del i den monetære unionen. Konvergens kriteriene bygger på erkjennelsen av at ekspansiv politikk var en hyppig årsak til at europeiske land depresierte egen valuta i forhold til marken på 70-tallet og devaluerte under ERM I samarbeidet på 80-tallet. Konvergens kriteriene inneholder krav om tilstrekkelig lav inflasjon, rentene på langsiktige plasseringer måtte vise tilstrekkelig konvergens, devalueringer var strengt forbudt de siste årene inn mot startdato, offentlige budsjettunderskudd skulle som norm ikke overstige 3 prosent av BNP, mens offentlig gjeld skulle ikke overstige 60 prosent av BNP (Mundell 1997, De Grauwe 2005).

Mundell (1997) erkjenner dog at konvergenskriteriene vil få en mild fortolkning fordi Luxemburg er det eneste landet med absolutt oppfyllelse av kravene. Mundell (1997) vedgår at en politisk velvilje snarere enn økonomiske krav vil muligens være av større betydning for mulig EMU-deltakelse for de sør-europeiske landene; Portugal, Spania, Italia og Hellas.

En viktig erkjennelse som Friedman og Mundell (2001) deler, er at *et fastkurssamarbeid eller en valutaunion vil bryte sammen om forankringen er ustabil*. Første verdenskrig førte til en betydelig inflasjon i spesielt de krigførende landene. Prisen på gull ble følgelig kraftig *undervurdert* og gullstandarden ble, særlig for disse landene, en ustabil forankring. Storbritannia tok pundet av standarden allerede i 1931, men den falt først med USA's og verdensøkonomiens resesjon på 1930-tallet³¹. På samme måte kan en si at dollaren ble en ustabil forankring på grunn av USA's ekspansive politikk rundt 1970. Dollaren ble kraftig *overvurdert* og Bretton Woods samarbeidet brøt sammen. Videre ble Tyskland gjenforent i 1990. Tysk finanspolitikk ble raskt sterkt ekspansiv på grunn av behovet for realinvesteringer i Øst-Tyskland. Bundesbank svarte med kontraktiv monetærpolitikk for å hindre tysk inflasjon. Dette førte til at marken ble sterkt *undervurdert* i ERM I samarbeidet og flere tilstøtende europeiske land ble tvunget til å devaluere eller å trekke sin valuta helt ut av samarbeidet. Uavhengig av bakenforliggende årsaker var Eichengreen og Temin (2010) blant de første til å påpeke at Euroen var blitt en for kontraktiv forankring for flere perifere europeiske land. Trolig kan man si at en mer ekspansiv politikk fra ECB generelt og Tyskland spesielt, ville avhjulpet den pågående krisen i disse landene (Eichengreen og Temin 2010). Friedman (2001) benytter Chiles situasjon rundt 1980 som eksempel på hvor galt det kan gå når forankringen er ustabil. På slutten av 1970-tallet lyktes Chile i å redusere inflasjonen kraftig. Landet håpet på å sementere og å ytterlig forbedre prisstabiliteten ved å binde valutaen sin til dollar i juni 1979. Uheldigvis for Chile la USA kort tid etter om sin monetære politikk i sterkt kontraktiv retning. Dollaren appresierte kraftig. For Chile var dette en katastrofe, rentene måtte økes kraftig for at pesoen skulle holde den fastlagte vekslingskursen mot dollar. Resesjonen som fulgte ble først lindret da Chile ga opp valutakursmålet i august 1982.

³¹Etter først å ha opprettet et vellykket inflasjonsmål på 20-tallet, la den amerikanske sentralbanken (Federal Reserve) om til kontraktiv politikk på begynnelsen av 30-tallet for å gjenopprette og så forsvare gullstandarden. USA's myndigheter, som også forsterket politikken med skatteøkninger, gjorde dette i den tro at å vende tilbake til gullstandarden ville gjenopprette stabilitet. Politikken førte i stedet til deflasjon og en kraftig resesjon. USA devaluerte dollaren først i 1934. Friedman og Mundell (2001) er enige om da også var andre problemer med gullstandarden (se innledning). Disse var alvorlige nok til at den ville ha falt uansett. Mundell (1999) mener imidlertid mye av krisen på 30-tallet kunne ha vært unngått om prisen på gull hadde blitt skrevet opp på slutten av 20-tallet eller at dollaren som den dominerende valutaen hadde blitt tilstrekkelig devaluert allerede i 1931.

5.2.2. Effektiviteten av endogene valutakursendringer under et inflasjonsmål.

Forsiktig kostnadsutvikling vil bidra til stabilt lave inflasjonsrater i kandidatland for en valutaunion. Imidlertid er det selvsagt fortsatt mulig at asymmetrisituasjoner oppstår mellom regioner i en potensiell valutaunion. Slike situasjoner kan oppstå pga at regioner vokser med ulik hastighet eller at regionene rammes ulikt av sjokk. Gitt at et asymmetrisk sjokk inntreffer i en valutaunion, mener Friedman og Mundell (2001) at kostnadene for et rammet deltakerland bestemmes av hvor fleksible priser og lønninger er og hvor god den interne og eksterne faktormobiliteten er. Men disse kostnadene kan bare anslås om vi har mest mulig klart for oss *hvor effektive nominelle valutakursbevegelser rent faktisk er under et inflasjonsmål*. Mundell (2001) mener at et inflasjonsmål hvor den nominelle valutakursen er en endogen variabel ofte generer relativt høyere kostnader ved sjokk. Plagsomme sjokk kan til og med oppstå på grunn av at valutakursen savner en forankring. Friedman (2001) mener imidlertid at frafallet av den nominelle valutakursen som en endogen variabel trolig vil påføre for eksempel EMU-landene betydelige kostnader.

Friedman (2001) mener kulturelle forskjeller, overdrevne og ofte forskjellige offentlige reguleringer i deltakerlandene reduserer faktormobiliteten og lønns- og prisleksibiliteten innad i EMU. Residualfleksibiliteten må være stor nok eller fleksibiliteten må bli stor nok som en konsekvens av en endogen prosess, om euroen skal overleve som felles valuta. Friedman (2001) mener at akkurat som under gullstandarden på 1800-tallet, må aktørene ta for gitt at euroen er en troverdig og varig monetær standard om tilstrekkelig fleksible justeringsmekanismer skal kunne opparbeides mellom EMU-landene. Men Friedman (2001) frykter at lav faktormobilitet og lønns- og prisrigiditeter vil gjøre asymmetriske sjokk *over tid* svært vanskelig å håndtere. Friedman (2001) mener myndighetene i de sjokkutsatte landene vil stå overfor svært ulikt politisk press fra for eksempel opposisjon, presse, bedrifter og fagforeninger. I likhet med for eksempel Walters (1992) eller Feldstein (1992, 1997) mener Friedman (2001) at slikt politisk press kan skape alvorlige politiske konflikter som selvsagt kan lede til at EMU bryter sammen. Derimot mener Friedman (2001) at fleksible kurser under et inflasjonsmål vil være en justeringsmekanisme som demper skadelige realøkonomiske effekter av asymmetriske sjokk. Således dempes også konfliktpotensialet mellom stater.

Friedman (2001) gjentar argumentene han kom med i 'The Case for Flexible Exchange Rates' fra 1953: I teorien kan samme realkursjustering foretas med enten den nominelle valutakursen

eller de interne prisene. Men i praksis er ikke dette mulig fordi det tar tid å endre de interne prisene nok til at sjokk kan absorberes i tilstrekkelig grad. Følgelig er det vanskelig å unngå skadelige realeffekter som lavere produksjon og sysselsetting når vekslingskursen er låst fast. Uten restriksjoner vil vekslingskursen derimot være i stand til å forta den nødvendige realkursjusteringen alene og svært raskt. Friedman (1953, 2001) sammenligner effektiviteten av valutakursendringer med effektiviteten av å stille klokka fram for eksempel en time i sommerhalvåret: I prinsippet er stillingen av klokka unødvendig, alle samfunnsaktørene kunne like gjerne bestemme seg for å starte alle sine gjøremål en time tidligere og alle avtaler kunne flyttes en time fram. På samme måte kunne de samme samfunnsaktørene rett og slett bare bestemme seg for å endre lønninger og priser slik at sjokket lindres raskt og aktiviteten i økonomien holdes på samme nivå som forut for sjokket. Men akkurat som det er mye enklere å endre aktørenes klokke enn å be alle individuelle aktører om å endre sin livsførsel, er det mye enklere å endre en pris (valutakursen) enn å endre det enormt store antallet priser som utgjør den interne prisstrukturen. Friedman (2001) kommer med en viktig tilføyelse; han mener de interne prisene er blitt *mer* rigide i løpet av de siste 50 årene, altså enda mindre kapable til å veie opp for et frafall av valutakursendringer som en valutaunion innebærer.

Mundell (2001) mener asymmetrisituasjoner, enten dette dreier seg om at økonomiene i en valutaunion vokser med ulik hastighet eller at de rammes ulikt av sjokk, ikke et godt argument for at hvert land skal ha uavhengig monetær politikk med flytende innbyrdes kursrater. For det *første* mener Mundell (2001) vekslingskursen er en monetær variabel som kan endre prisnivået eller inflasjonsraten, men vekslingskursen kan ikke på langt nær hindre at sjokk som for eksempel migrasjon, naturkatastrofer eller varige endringer av handelsvilkår får uønskede realeffekter. Mundells (2001) sier at en typisk to sektor modell med en skjermet og en konkurranseutsatt sektor gir et for overforenklet bilde av en sjokkrammet økonomi. I virkeligheten finnes det dusinvis av sektorer hvis bedrifters og organisasjoners driftsmarginer kan endres til det bedre eller det verre om et og samme type sjokk treffer økonomien. Videre vil alle økonomienes sektorer ha veldig forskjellig produktivitetsutvikling i perioder hvor økonomien vokser relativt mye. Noen og ofte nye sektorer vil vokse svært raskt, andre sektorer vil vokse mer langsomt og noen sektorer vil minke i størrelse på grunn av at tidligere komparative fortrinn svekkes. Uansett asymmetrisituasjon; **foretakene i hver sektor trenger prisendringer som er tilpasset hver enkelt sektor**. Effektive markeder krever fleksible interne priser. Slike prisendringer kan for hver sektor godt innebære prisøkninger eller prisreduksjoner i svært ulik størrelse om for eksempel et teknologiskifte eller en preferanse-

endring skulle inntreffe. En valutakursendring kan aldri bli en erstatning for disse prisendringene, tvert imot vil valutakursendringen forsterke justeringsproblemer for enkelte sektorer i etterkant av slike sjokk. Mundell (2001) sier at mulighetene for valutakursendringer har i seg selv avledet oppmerksomheten til politikerne. Dette på en slik måte at det langt viktigere arbeidet med å skape større fleksibilitet i individuelle markeder er blitt nedprioritert. Nettopp fordi EMU-landene har en felles valuta, mener Mundell (2001) at myndighetene i disse landene vil sørge for å øke fleksibiliteten i de sektorspesifikke arbeidsmarkedene og i de ulike vare- og tjenestemarkedene.

For det *andre* mener Mundell (2001) at valutakursen ikke vil endre seg jevnt og kontrollert i en vekstperiode eller om landet blir utsatt for et uforventet sjokk med realvirkninger. Tvert imot vil valutakursen endre seg på en rykkvis og overdreven måte. Den nominelle **valutakursendringen vil oftest overskyte kursen som gir intern og ekstern likevekt** på et uproduktivt vis (Mundell 2001)³². For eksempel; gitt at en stor arbeidsintensiv eksportnæring i økonomien blir utsatt for et uventet teknologiskifte. Teknologiskiftet gjør at eksportmarkedet faller fra og sysselsettingen vil falle i økonomien. Aktivitetsnivået kan gjenopprettes ved å øke realkursen på to måter. Enten økes realkursen gjennom en nominell depresiering eller gjennom et prisfall på import- eller eksportkonkurrerende varer. I en situasjon med lavere sysselsetting vil lønnsveksten avta, men å forhandle fram nominelle lønnsreduksjoner vil alltid være svært krevende. Følgelig vil det gjerne være en langtekkelig prosess å gjenopprette den eksterne likevekten ved hjelp av prisreduksjoner i andre konkurranseutsatte næringer. Det lavere aktivitetsnivået medfører imidlertid lavere renter i pengemarkedet. Finansmarkedene vil også på en rasjonell måte ta høyde for at den monetære regelen myndighetene følger tilsier lavere renter på grunn av en forventet lavere inflasjon i økonomien. Gitt høy kapitalmobilitet vil valutaen følgelig umiddelbart depresierte mye. Imidlertid; på tross av høy kapitalmobilitet vil rentenedgangen kunne vare en stund fordi finansmarkedene forventer at økonomien vil ta seg inn igjen og følgelig vil valutaen appresiere noe tilbake mot nivået forut for sjokket. Den umiddelbare depresieringen er altså større en den endelige depresieringen. Den *overskytende* depresieringen kommer nettopp som resultat av at det er lønns- og prisrigiditeter i hhv arbeidsmarkedet og vare- og tjenestemarkedene (Tavlas 1993, Rødseth 2000). Ved regelbrudd for å få opp aktivtetsnivået raskt, dvs at myndighetene senker rentene enda mer enn regelen

³² Det var Mundells tidligere doktorgradselev, Rudiger Dornbusch, som på slutten av 1970-tallet først forklarte volatile valutakurser med overskyting: Dornbusch, R (1976), 'Expectations and Exchange Rate Dynamics', The Journal of Political Economy, Vol. 84, Nr. 6, s. 1161-1176.

tilsier, vil overskytingen bli enda større. På lignende vis mener Mundell (2001) at om en økonomi eller viktig eksportsektor vokser raskt, vil den umiddelbare appresieringen overskyte den langsiktige appresieringen på grunn av lønns- og prisrigiditeter. I tillegg til uønsket valutakursvolatilitet frykter Mundell (2001) at overskyting vil forsterke uønskede inflasjonseffekter i økonomien. Overskytingen i eksemplet over vil både føre til forsterket depresiering og rentenedgang (Mundell 2001). Dette virker selvsagt ekspansivt for *alle* sektorer i økonomien. Teknologiskiftet kan for eksempel lede til økt etterspørsel for en mindre kapitalintensiv eksportsektor. For denne sektoren vil en forsterket depresiering og rentenedgang være helt feil stimulans. Uønskede inflasjonseffekter kan selvsagt oppstå.

For det *tredje* mener Mundell (2000, 2001) at usikkerhet rundt framtidig kursutvikling fører til massive justeringer av porteføljer denominert i ulike valutaer og **overdreven og skadelig volatilitet i finansmarkedene**. Mundell (2000) sier; finansfolk "bruker computere til å dytte fond fram og tilbake mellom valutaene". Disse kapitalbevegelsene er ikke nedfelt i underliggende realøkonomiske forhold, bare små andeler av bevegelsene er en respons på at reell avkastning på finansobjekter har endret seg. Valutakursbevegelser vil følgelig ofte være styrt av psykologiske faktorer, finansfolks "flokkmentalitet", etc. (DeGrauwe 2005). Usikkerhet rundt kursutvikling og kursendringer som overskyter, har ført til ekstrem volatilitet i valuta-markedene hvor enorme garderingsfond blir brukt til å spekulere rundt framtidig kursutvikling (Mundell 2001). Valutakursen kan lett være mer en forsterker enn en absorlator av sjokk. Spesielt for små land kan valutakursen bidra til å forsterke særlig pengemarkedssjokk. Men britiske økonomer som Irvin (2006) og Artis (2008) sier at selv for Storbritannia ser det ut til at finansfolks "følelser" har bidratt til valutakursnivåer som har forsterket asymmetriske sjokk i forhold til EMU (i perioden inn mot finanskrisen). DeGrauwe (2005) sier dog at selv om valutakursen godt kan være en uavhengig kilde til asymmetriske sjokk, så er det fortsatt slik at en del større sjokk lettere kan stabiliseres med flytende kurser.

Friedman (2001) motsier ikke Mundell (2001) i forhold til at lønns- og prisrigiditetene blir større under et inflasjonsmål med fritt flytende kurser. Men Friedman (2001) mener den totale fleksibiliteten innad i for eksempel EMU-økonomiene, er større med flytende kurser og rigide interne priser enn med felles valuta og mindre rigide priser. Friedman (2001) sier at selv om valutakursene har vist seg å være volatile, og periodevis svært volatile, har ikke dette forhindret at perioden etter 2.verdenskrig har gitt enorm vekst; økt internasjonal handel og investeringer. Friedman (2001) mener økt fleksibilitet totalt sett har bidratt til dette.

5.2.3. Om problemene valutakursmål og integrerte kapitalmarkeder kan medføre.

Friedman (2001) er mest kritisk til å splitte monetær politikk på et føderalt nivå vekk fra for eksempel fiskal- og inntektspolitikk på et nasjonalt nivå. Friedman (2001) mener aktørene på nasjonalt nivå i flere situasjoner har incentiver til å handle på en måte som er uforenlig med at innbyrdes regionale betalingsbalanser skal kunne holde. Problemene oppstår for det første hvis nasjonale myndigheter, finansinstitusjoner, bedrifter og lønnstakere utnytter mulighetene et integrert kapitalmarked og felles valuta gir på en kortsiktig måte og for det andre om de samme nasjonale aktørene motsetter seg eller forhindrer justeringsmekanismene som ligger i valutaunionens integrerte kapitalmarked, - arbeidsmarked, - vare og tjenestemarked.

Scitovsky (1958), Mundell (1961) og McKinnon (1963) mente at valutakursrevisjoner og -svingninger medførte en ustabilitet og en usikkerhet som innebar høye internasjonale transaksjonskostnader. Mundell (2001) mener at muligheten for valutakursendringer gjør interne priser ekstra rigide. Prisrigiditeten medfører overskyting og ytterligere valutakursvolatilitet. I tillegg har pengemarkedssjokk og spekulasjon rundt framtidig valutakurser bidratt til at prosykliske kursbevegelser kan forekomme. Mundell (2000, 2001) mener problemene som hefter ved valutakursvolatilitet er langt større rundt årtusenskiftet enn de liknende problemene han beskrev 30 eller 40 år tidligere. Felles valuta og prisstabilitet vil direkte øke handelen betydelig mellom EMU-landene. Handelen vil også øke indirekte ved at realinvesteringer i større grad vil skje på tvers av gamle grenser. Videre viser Mundell (1973a) at full kapitalmarkedsintegrasjon mellom økonomiske samarbeidspartnere bare er mulig å oppnå gjennom en valutaunion. Unøyaktighetene og usikkerheten i prissystemet som fulgte av inflasjonen på 70 og 80-tallet medførte isolert sett relativt lavere kapitalmobilitet og generelt mer kortsiktige investeringer. Problemene aktualiserte Mundells (1973a og b) resultater. Felles valuta og kapitalmarkedsintegrasjon ville fjerne innbyrdes kursrisiko, dempe konjunktursvingninger og bidra til prisstabilitet i valutasonen. Aktørene i valutaunionen står overfor generelt redusert risiko. Dette innebærer lavere reservekrav, lavere og like renter på like investeringsobjekter. De Grauwe (2005) mener at for landene som var mest plaget av inflasjon og volatilitet ex ante EMU, ble store mengder kapital flyttet fra likvide korttidsplasseringer med relativ høy rente til langsiktige investeringer med relativt lavere avkastningsrate ex post EMU. Mundell (2000, 2001) mener økt handel og økt omfang av realinvesteringer som følger av et dypere og mer likvid finansmarked, vil generelt øke produktiviteten og vekstevnen for alle medlemslandene i unionen.

Mundell redegjør i mange av sine arbeider for hvordan han ser for seg at kapitalmarkedet automatisk justerer regionale betalingsbalanseproblemer i en valutaunion eller mellom land i et troverdig fastkurssystem. I utgangspunktet er selvsagt valutaunionens pengemengde fordelt proporsjonalt etter hvert deltakerlands økonomiske størrelse. Hvis et land eller en region blir utsatt for et negativt etterspørselssjokk vil dette medføre negativ betalingsbalanse. Kapital vil strømme vekk fra regionen og regionens pengemengde reduseres samsvarende. Dette vil redusere reservene til den regionale delen av bank- og finanssystemet. Det regionale forbruket vil gå ned, importen reduseres og betalingsbalansen vil gjenopprettes. Hvis et land utsettes for et positivt sjokk vil pengemengden øke på tilsvarende måte. Forbruket vil gå opp og den eksterne balansen gjenopprettes. Mundell (2000, 2001) mener at et valutakursmål er en monetær regel som inneholder en automatisk justeringsmekanisme som nullstiller betalingsbalansen. Under felles valuta vil et integrert kapitalmarked og – vare og tjenestemarked sørge for at hhv renten og inflasjonen er identisk for produkter som kjøpes og selges over hele valutaområdet. Følgelig mener Mundell (2001) at sentralbanken (ECB) kan sette renten etter en konsumprisindeks (HICP) som dekker et spekter av produkter som kjøpes og selges tilnærmings vis over hele unionen.

Mundell (2000, 2001) mener et troverdig fastkurssystem vil ha samme automatiske justeringsmekanisme om deltakerlandene har *tilstrekkelig* store valutareserver. (Alternativt kan sentralbankene garantere for hverandre.) Ved et negativt sjokk vil kapital strømme ut av landet. Sentralbanken selger utenlandsk valuta og kjøper egen valuta som forsvar for de fastlagte kursene. Samtidig reduseres landets pengemengde og forbruket vil bli redusert inntil betalingsbalansen igjen holder. Friedman og Mundell (2001) mener betalingsbalansekriser i høy grad oppstår i det myndighetene bekjemper interne balanseproblemer med utøvelse av *nasjonal* monetær politikk. Dette er politikk som går på tvers de automatiske justeringsmekanismene som ligger nedfelt i et *internasjonalt* fastkurssystem. Fallende sysselsetting som konsekvens av det negative etterspørselssjokket kan gjøre at myndighetene fristes til å *sterilisere* reduksjonen i pengemengden. Etter salget av utenlandsk valuta kan sentralbanken holde egen pengemengden konstant ved å kjøpe for eksempel statsobligasjoner. Nå vil pengemarkedsrenten gå ned og følgelig vil aktivitetsnivået i økonomien stimuleres. Men når kapitalmobiliteten ikke er ilagt restriksjoner, vil den internasjonale rentedifferansen lett utnyttes til spekulasjon mot egen valuta. Betalingsbalanseproblemet som oppstår vil som regel bli løst med devaluering (eller mislighold) av egen valuta. Mundell (2000) mener at om et fastkurssystem skal bli tilstrekkelig troverdig må deltakerlandene ha tilstrekkelige valuta-

reserver, ha kontroll på den offentlige gjelden (se under) og i tilstrekkelig grad respektere valutakursmålets automatiske justeringsmekanismer ved negative og positive sjokk.

Friedman (2001) gir Mundell (2001) rett i at en valutaunion effektivt fjerner noen problemer som et fastkurssystem vil slite med, herunder steriliseringer og spekulasjon. Mens andre fastkursproblemer tvert imot kan bli *verre* i en valutaunion. Hovedproblemet kan analyseres gjennom den såkalte *Walters kritikken*³³. I ERM I samarbeidet var kapitalmobiliteten etter hvert langt høyere enn for eksempel under Bretton Woods samarbeidet. Dette gjorde at handlingsrommet for nasjonal monetær politikk ble mindre. De nasjonale rentenivåene måtte i tilstrekkelig grad konvergere om ikke spekulasjonskriser skulle kunne utløses. Walters (1992) mener at i et fastkurssamarbeid hvor asymmetriske sjokk inntreffer, vil lite fleksible renter medføre forsterkede konjunktursvingninger. Om et land blir utsatt for et positivt sjokk vil økt kapitalmobilitet effektivt sørge for at landet blir tilført utenlandsk kapital slik Mundell (1973b, 2000) forutsier. Men Walters (1992) mener de relativt lavere rentene gjør at bedrifter og husholdninger sikrer seg ekstra kreditt som anvendes på en overdrevent ekspansiv måte. Dette medfører ekstra gjeldsvekst og større lønns- og prisvekst. Når konjunktoren snur, vil nå de relativt høyere rentene gjøre at det forhøyede kostnadsnivået og den overdrevne opplåningen byr på ekstra problemer. Konsum og investeringer faller ekstra mye og arbeidsledigheten vil øke mer enn nødvendig og kan få et svært problematisk omfang (Walters 1992).

Walters (1992) mener at det er endringer i pengemengden og realrenten som er de riktige indikatorene på hvor stram eller slakk den monetære politikken er. Mundell (2000, 2001) mener realrenten vil være tilnærmet lik over hele valutaområdet, mens pengemengdeendringer alene vil understøtte ulikt regionalt konjunkturforløp. Walters (1992) og Friedman (2001) er uenig i dette; realrenten vil slett ikke være lik mellom landene ved asymmetriske konjunkturforløp hverken i en valutaunion (som EMU) eller langt mindre i et fastkurssamarbeid (som ERM I). Selv om kapitalmarkedsintegrasjon skulle sørge for at de nominelle rentene blir like, vil ikke arbeidsmarkedet og vare- og tjenestemarkedet være godt nok integrert til at inflasjonsratene kan være eller forbli like. Ved det asymmetriske positive sjokket beskrevet over vil inflasjon sørge for at realrenten blir altfor lav. Bedrifter og husholdninger vil utnytte kreditt-tilgangen på en kortsiktig måte. Denne ekspansjonen vil

³³ I følge Tavlas (1993) ble problemet først drøftet i Walters, A. (1986), 'Britain's Economic Renaissance', Oxford University Press. Alan Walters var professor ved Chicago universitetet på 1960-tallet og ble i høy grad inspirert av Friedmans arbeider. Walters var økonomisk rådgiver for statsminister Thatcher i to perioder, 1979-83 og så en periode i 1989. Walters (1992) var en innbitt motstander av britisk deltagelse i ERM I og EMU.

sørge for at nedturen med høye realrenter blir ekstra hard. Walters (1992) og Friedman (2001) antyder at problemene blir ekstra tydelige om lønnsveksten overtar konsumprisenenes rolle i realrentedefinisjonen. Økonomier som utsettes for positive asymmetriske sjokk vil slik lett få en negativ realrente, mens de i den andre enden av konjunkturforløpet lett vil få en høy positiv realrente. Under et valutakursmål vil realrenten virke prosyklisk i asymmetrisituasjoner (Walters-effekten), mens under inflasjonsmål kan realrenten ved god nasjonal monetær politikk virke kontrasyklisk i tilsvarende situasjoner (Friedman 2001). Walters (1992) sier at flere økonomier vil oppleve ”berg- og dalbane” konjunkturer og følgelig over tid ha lavere vekstevne under ERM I samarbeidet. Han mener flere økonomier vil falle av dette ”toget”.

Friedman (2001) mener nasjonale incentiver til å føre en politikk på tvers av de føderale interessene blir enda større i en valutaunion som EMU. Landene i EMU er for forskjellige i forhold til for eksempel politisk system og kultur, ressurstilgang og utviklingsnivå, reguleringer og organisering, etc., til at politiske konflikter over unionens monetære politikk kan unngås. De sør-europeiske landene slet og sliter med svake og ettergivende regjeringer og liten arbeidsmarkedsfleksibilitet. Følgelig hadde disse høye og varierende inflasjonsrater helt til de ble forespeilet EMU-prosjektet (se avsnitt 5.1). Tavlas (1993) nevner at i slike land er gjerne den fiskale og monetære politikken innrettet slik at den har forfordelingseffekter (rent-seeking-effekter). Regjeringer med troverdighetsproblemer fører typisk en ekstravagant fiskal politikk hvor støttespillere innen nærings- og organisasjonsliv blir tilgodesett gjennom overføringer og videre fordeler. Denne politikken finansieres selvsagt gjennom lettvinns kreditt-tilgang fra sentralbanken (Tavlas 1993). Mundells (1973a og b) resultater så ut til å kunne love at felles valuta og kapitalmarkedsintegrasjon ville dempe konjunktursvingninger og bidra til prisstabilitet også for de sør-europeiske landene. Alle landene i EMU ville stå overfor generelt redusert risiko og et kredittmarked med en massiv mengde frigjorte reserver. EMU's lave og like renter på like investeringsobjekter ble garantert av at ECB ble instruert av tyske krav om lav inflasjon og videre stabilitet (De Grauwe 2005). Slik Tavlas (1993) og Friedman (2001) forutser; perifere (sør-europeiske) land vil lett kunne rammes av en variant av Walters-kritikken. Den felles valutaen og det integrerte kapitalmarkedet vil kunne framskaffe enorme mengder hard kreditt til svært lave renter. Dette finansinstrumentet garanteres i høy grad av Tysklands troverdighet. Friedmans (2001) spådom er at de perifere landene vil overekspandere på en slik måte at Tyskland og enkelte andre lands kredittverdighet blir redusert. Land kan utnytte det integrerte kapitalmarkedet til å erverve seg hard kreditt som i enden benyttes til ekstra konsum og til mer *eller* mindre lønnsomme investeringer. Liten

arbeidsmarkedsfleksibilitet og imperfekt kapitalmobilitet gjør at partnerland må ta sin del av kostnadene i den påfølgende deflasjonen. Politiske konflikter vil oppstå (Friedman 2001).

McKinnon (1994) mener andelen gjeld i forhold til BNP (gjeldsraten) i utgangspunktet er for høy i flere av EMU-kandidatlandene til at han kan anbefale valutaunionen. De nye kredittmulighetene kan gjøre at offentlig og privat gjeldsrate i tidligere høyinflasjonsland blir så stor at mislighold er eneste utvei. Kapitalmarkedsintegrasjon fører til at landenes verdipapirer i stor grad er spredd vidt rundt i valutaunionen. Finansielt mislighold av aktører i et land, vil følgelig kunne utløse en alvorlig gjelds- og finanskrisen i hele unionen. Land som har budsjetter i balanse og gjeld under kontroll, vil lett påføres betydelige kostnader i det fiskale redningsaksjoner må finansieres (McKinnon 1994, De Grauwe 2005). McKinnon (1994) konkluderer med at land med for høy gjeldsgrad bør beholde nasjonal sentralbank og valuta. Ved problemer med for høy gjeld denominert i egen valuta, kan problemet løses bedre gjennom delvis mislighold, dvs inflasjon og depresieringer. Tavlas (1993) poengterer at land med en stor offentlig sektor som er sammenblandet med et udisiplinert nasjonalt nærings- og organisasjonsliv, kan være bedre tjent med å beholde egen valuta. Hvis et underutviklet skattesystem gjør at kostnadene ved å kreve inn ekstra skatter er svært høye, da kan den relative kostnaden ved inflasjon og depresieringer bli svært lav. I slike land kan kostnadene overdreven opplåning medfører, bli veldig vanskelig å løse gjennom økte skatter og kostnadsreduksjoner. Arbeidsmarkedsfleksibiliteten er i tillegg gjerne lav (Tavlas 1993).

Mundell (1973b) vedgår at en valutaunion vil frigjøre enorme reserver som gjennom et felles europeisk kredittmarked kan føre til betydelige problemer. Det felles europeiske banksystemet må være underlagt kontroll og betingelser. Mundell (1973b) mener en brå og ukontrollert overgang til et europeisk kapitalmarked vil medføre inflasjonsproblemer. Mundell (2001) sier at vedvarende budsjettunderskudd er "bannlyst" fra fastkurssamarbeid og valutaunioner. Mundell (2000) sier at konvergenskriterienes videreføring gjennom vekst- og stabilitetspakten var helt nødvendig. Kriteriene for gjeld og budsjettunderskudd er nødvendige for å binde fast valutaunionenes finansministre. Akkurat som "frekke unger" drev altfor mange finansministre i mange år før EMU med store budsjettunderskudd som sentralbankene til slutt ble tvunget til å finansiere. Mundell (1973b) mener et integrert europeisk finansmarked vil effektivt hindre kostnadsdrivende nasjonalpolitikk. Dornbusch (1997) mener kapitalmarkedene raskt vil identifisere dårlige låntakere. Men dette krever to ting; for det første at kapitalmobiliteten er høy og reagerer tilstrekkelig på kostnadsforskjeller og for det andre at risiko kan identifiseres.

6. Sammendrag og konklusjoner.

6.1. Den første fasen med OCA-teorien på 1960-tallet.

Robert Mundell (1961) introduserer teorien om optimale valutaområder som en alternativ vinkling til datidens debatt rundt betalingsbalanseproblemene under Bretton Woods systemet. Et optimalt valutaområde (OCA) er det optimale økonomiske området for en enkelt valuta eller en sammenslutning av flere valutaer hvor innbyrdes vekslingskurser er *ugjenkallelig* konstante. Et OCA er et område hvis geografiske grenser bestemmes av at dette området tilfredsstiller et sett med makroøkonomiske egenskaper, kalt OCA-egenskapene. Mundell (1961) mente at faktormobilitet var den avgjørende egenskapen. Om faktormobiliteten skjærer på tvers av nasjonale grenser, eller at grenser lett kan fjernes slik at faktorene gjør det, vil fleksible valutakurser bare være optimalt hvis valutaområdene reorganiseres som regioner med intern faktormobilitet. Mundells (1961) sitt fokus på faktormobilitet kom i høy grad av at han som Friedman (1953) antok at lønninger og priser normalt bare ville reagere langsomt når den eksterne balansen ble forstyrret. Om en slik forstyrrelse fikk vedvare ville den interne balansen lett bli forstyrret. Dvs arbeidsledighet eller inflasjon kunne oppstå ved hhv negative eller positive eksterne sjokk.

Hvis asymmetriske sjokk skulle oppstå i et valutaområde med tilstrekkelig høy faktormobilitet, tenker Mundell (1961) seg at arbeidskraft vil strømme vekk fra området med arbeidsledighet og til området med mangel på arbeidskraft, mens realkapital etter hvert vil strømme fra området med prisvekst og mangel på arbeidskraft og til området med lavere relative priser og tilgjengelig arbeidskraft. Slik antar Mundell (1961) at et valutaområde med tilstrekkelig høy faktormobilitet vil kunne frambringe tilnærmet likt prisnivå og prisvekst på varer og tjenester som handles over hele valutaområdet. Følgelig kan hele valutaområdet styres med en felles monetær politikk. Mundell justerer oppfatningen av dette mot slutten av 1960-tallet (Dornbusch 2000, McKinnon 2010). Mundell (1973 a og b) mener at et integrert kapitalmarked og - vare- og tjenestemarked alene skal kunne sørge for like inflasjonsrater.

McKinnon (1963) og Kenen (1969) kommer med andre viktige bidrag til OCA-teorien. McKinnon (1963) mener at størrelse og grad av åpenhet er en viktig egenskap. Om en økonomi er liten og åpen vil den positive effekten av en depresiering lett forsvinne fordi økte

importpriser vil bli møtt med kompenserende lønnskrav. Videre vil en slik økonomi lett slite med store valutakurssvingninger som blant annet kan skape problemer i forhold til at kapitaltilgangen blir redusert. McKinnon (1963) mener en liten åpen økonomi ofte vil bli mer stabil om valutakursen låses til for eksempel en stor handelspartners valuta. Kenen (1969) mener diversifisert produksjonsstruktur vil redusere betalingsbalanseproblemene ved sektorspesifikke sjokk. Diversifisering vil føre til bedre sjokkabsorbering fordi andre næringer kan dra nytte av frigjort arbeidskraft og kapital fra en næring som er truffet av et negativt sjokk. I motsetning til en spesialisert økonomi vil en diversifisert økonomi i mindre grad slite med fallende investeringer når eksportnæringer sliter. Kenen (1969) er også den første til å fremheve betydningen av fiskal integrasjon i en valutaunion. Nødvendige budsjettvirkemidler kan ta hånd om lommer med ledighet som oppstår på grunn av konjunktursvingninger og imperfekt faktormobilitet. Automatiske stabilisatorer vil bremse kjøpekraftsreduksjonen i regioner utsatt for et negativt etterspørselssjokk. Generelt sett mener De Grauwe (2005) at fiskal integrasjon behandles stemoderlig i den eldste litteraturen. (Ved høy grad av fiskal integrasjon må en på et punkt begynne å kalle en valutaunion for en økonomisk union.)

OCA-teorien er en veldig bredt sammensatt makroøkonomisk teori. En slik teori vil nødvendigvis ha elementer i seg som er mer eller mindre omstridte. Motsetningene dreier seg om hvilke av OCA-egenskapene som skal vektlegges som kritiske egenskaper for bestemmelse av OCA-områdets utbredelse. OCA-områdets størrelse vil for eksempel variere med hvilke OCA-egenskaper vi mener er viktige. Hvor vanskelig dette kan være illustreres av debatten mellom Mundell og Kenen etter framleggelsen av Kenens (1969) artikkel. Kenen (1969) sier at om Mundells (1961) faktormobilitets egenskap vektlegges strengt som kritisk egenskap, må valutaområdet bestå av en produksjonssektor og følgelig være svært lite. Dette skyldes for det første at arbeidskraftsmobiliteten mellom ulike produksjonssektorer ofte er lav og for det andre at faktormobilitet aldri helt vil løse ledighetsproblemer viss bedriftene i en sektor har ulik faktorintensitet. Mundell avviser dette; og sier i stedet om Kenens (1969) artikkel at om en vel-diversifisert økonomi er en bedre kandidat for en valutaunion, da må det optimale valutaområdet være hele verden siden verdensøkonomien er den mest diversifiserte økonomien. Mundell sier videre at om Kenen (1969) skal forstås slik at små enkeltprodukts økonomier må ha egen valuta på grunn av at de er spesialiserte, så vil valutakursen fluktuere i takt med prisen på det produserte produktet. Følgelig vil valutakursen knapt ha noen realøkonomisk effekt i det arbeidstakerne meget lett vil kunne identifisere endringer i reallønna med valutakursendringer (Mundell og Swoboda 1969).

6.2. Cost-Benefit fasen på 1970-tallet.

Fleming (1971) mener kostnadene ved bortfallet av det nominelle valutakursinstrumentet og selvstendig monetær politikk kan deles i to hovedkategorier. Den første kategorien oppstår ved *statiske eksterne sjokk*. Den andre kategorien oppstår ved *ulik dynamisk intern kostnadsutvikling* i deltagende land. Under den *første* kategorien sorterer midlertidige og permanente endringer av handelsvilkår, naturkatastrofer, migrasjonsbølger, etc. . Generelt kan en si slike sjokk forebygges og lindres lettere jo bedre deltakerland i valutasonen oppfyller OCA-egenskapene.

En viktig implikasjon av høy kapitalmobilitet er at kostnadene ved tap av egen monetær politikk, spesielt egen rentesetting, vil være svært små. Jo høyere kapitalmobilitet, jo mindre vil renteendringer - og jo mer vil nominelle valutakursendringer bety for stabilisering av økonomien ved sjokk. Dette gjelder uansett regime en valutaunion sammenlignes med (Mundell 1963, Dornbusch 2000). Dette er grunnen til at Mundell (1961) og de tidlige OCA-forfatterne bare diskuterer konsekvensene av tapet av det nominelle valutakursinstrumentet. Jo høyere kapitalmobilitet mellom regionene i en valutaunion, jo lavere kostnader ved et bortfall av nasjonale monetære virkemidler. Mundell (1973b) vedgår at kostnadene ved et europeisk valutaunionsprosjekt vil bli for store om også kapitalmobiliteten er lav.

Flemings (1971) *andre* kategori bygger på forståelsen av at to medlemsland over tid ikke kan ha forskjellige rater for lønns- og prisvekst uten at eksterne - og interne balanseproblemer oppstår. Flemings (1971) og Cordens (1972) analyser legger til grunn Phillipskurvens inverse og konvekse relasjon mellom inflasjon og arbeidsledighet. Hvert enkelt land har et unikt optimalt punkt på denne kurven hvor nominell lønnsvekst (kostnadsutviklingen) er i et bestemt forhold til arbeidsledigheten. Dette punktet for intern balanse avviker mellom land pga at følgende tre *viktige* forhold varierer mellom kandidatlandene: 1) Fagforeningenes styrke og aggressivitet i forhold til lønnskrav og strukturelle trekk som påvirker ledigheten. 2) Produktivitetsvekst. 3) Myndighetenes foretrukne avveining mellom ledighet og inflasjon. Videre vil valutaunionens avveining mellom inflasjon og ledighet medføre større kostnader totalt sett, jo større spredning det er blant kandidatlandenes optimale punkter. Fleming (1971) antar at det er land med et relativt høyere internt kostnadspress, og følgelig med betalingsbalanse underskudd, som vil måtte ta de største kostnadene ved en valutaunion. Land med

relativt høyere inflasjon vil stå overfor smertefulle deflasjonsprosesser med vedvarende høyere ledighet.

Kenen (1969) er den første til å påpeke at høy men imperfekt kapitalmobilitet kan forverre asymmetriske regionale sjokk ved felles valuta. Særlig Fleming (1971) understreker at kortsiktige profittincentiv, imperfekt konkurranse, usikkerhet og risiko kan bidra til at integrerte kapitalmarkeder forsterker asymmetrisituasjoner. Kapitalen kan strømme vekk fra regioner med ledighetsproblemer og til regioner hvor økonomien vokser relativt raskere. Dette vil bidra til at inflasjons- og ledighetsproblemer forverres ved et medlemskap i en valutaunion. Fleming (1971) og Corden (1972) gjør videre den viktige antagelsen at om en valutaunion inngås mellom partnerland som forut for unionen hadde innbyrdes betalingsbalanseproblemer, så kan økt kapitalmobilitet *forsterke* de samme asymmetriske regionale konjunkturbevegelsene. Som en konsekvens av disse problemene kan kapitalmobiliteten måtte begrenses.

Mundell (1973a og -b) mener imidlertid at kapitalmarkedsintegrasjon og vare- og tjenestemarkedsintegrasjon i en valutaunion vil generelt dempe problematiske konjunktursvingninger. Ulempene ved sjokk som oppstår i et tilfeldig mønster vil kunne dempes ved at kostnadene kan reallokeres over tid i et integrert kapitalmarked. Videre mener Mundell (1973b) at kapitalmarkeder som jobber under fri informasjonstilgang, med engang vil se utfallet av en asymmetrisk kostnadsutvikling. Følgelig vil felles valuta og tilhørende lavere transaksjonskostnader, bidra effektivt til at investeringer kanaliseres vekk fra en slik region og sjokket dempes. Rasjonelle investorer vil ikke ha incentiv til å investere i en region hvor lønns- og prisvekst *ikke* reflekterer underliggende produktivitetsforbedringer i økonomien.

Et felles europeisk vare- og tjenestemarked kan bare ta ut alle gevinstmuligheter om langtids investeringsbeslutninger kan foretas uten nasjonale hindringer innad i dette markedet. Hvis kapitalen skal strømme dit hvor den kaster best av seg, krever dette at markedet ikke blir forstyrret av handelsrestriksjoner, vekslingskontroll og revisjoner av valutakursene. Mundell (1961) og McKinnon (1963) mente usikkerheten rundt kursrevisjonene under Bretton Woods-systemet skapte en kursrisiko eller transaksjonskostnad som hindret effektiv internasjonal utnyttelse av tilgjengelig kapital. Mundell (1973b) mener at stadige endringer i devalueringsforventninger og kursrisiko under et mer fleksibelt fastkurssystem enn Bretton Woods, vil gjøre de europeiske finans- og pengemarkedene enda mer ineffektive. Herunder vil usikre

prisomregninger og avkastningsrater redusere handel og hindre investeringer mellom de europeiske landene.

En valutaunion kan allikevel generere større *realkurssvingninger* om valutaen ikke er stabilt forankret. Hvis landet som inngår i en valutaunion blir rammet av sjokk som har sin opprinnelse i utlandet (Corden 1972), og hvis de økonomiske feilvurderingene vesentlig begås i utlandet (Kenen 1969), da kan nominelle kursendringer benyttes til å sikre stabile realkurser. Men hvis feilene begås hjemme eller sjokkene er av mikrokarakter og har sitt utspring i hjemlige forhold, da vil en valutaunion stabilisere realkursene. McKinnon (1963) mener prisstabilitet best oppnås om valutaen bindes til importprisene. Dette under forutsetningen at de konkurranseutsatte varene og tjenestene i økonomien utgjør en mye større andel av økonomien enn de skjermede varene. Mongelli (2002) oppsummerer Kenens (1969) og Cordens (1972) versus McKinnons (1963) betraktningssmåter slik: Hvis prisene på de hjemlige skjermede godene er ustabile og prisene på de utenlandske konkurranseutsatte godene er stabile, da er en valutaunion å foretrekke. Hvis derimot prisene på de hjemlige skjermede godene er stabile og prisene på de utenlandske konkurranseutsatte godene er ustabile, da er fleksible kurser å foretrekke.

Mundell (1973a) viser at full finansmarkedsintegrasjon bare kan oppnås under felles valuta. Fjerning av kursrisiko og deling av byrdene ved interne sjokk, skulle sikre et mer stabilt inntektsnivå og dempe tilfeldige konjunktursvingninger i unionen. Reduserte reservekrav og lavere risikopåslag skulle kunne øke deltakerlandenes realinvesteringer og vekstevne. På 1990-tallet ble det for alvor klart at de utvidede kredittmulighetene i en europeisk valutaunion som Mundell (1973a og b) beskriver, ville i høy grad føre til frigjøring av reservekapital og generelt muligheter for ekspansiv politikk. I uregulert form kunne dette føre til gnisninger mellom EMU-kandidatlandene (Tavlas 1993). Mundell (1973b) var klar over dette problemet. I oppstartfasen av en europeisk union var det behov for reguleringer. Spesielt nevner Mundell (1973b) at det må legges enkelte begrensninger på banksektoren for å hindre at kreditttilgangen får uønskede inflasjonseffekter.

6.3. Noen avsluttende merknader.

Tavlas (1993), Mongelli (2002) og De Grauwe (2005) er enige om at den viktigste endringen fra "cost-benefit"-perioden og fram til 1990-tallet, er at kostnadene ved en valutaunion i Europa har gått ned. Phillipskurven som Flemings (1971) og Cordens (1972) analyser bygger på gjelder ikke lenger. Fleming (1971) og Corden (1972) mener at myndighetene kan foreta en optimal avveining mellom arbeidsledighet og inflasjon ved å føre en finans- og pengepolitikk som gjør at optimalt nasjonalt punkt på Phillipskurven nåes. Men Phillipskurveanalysen må utvides med en variabel for forventet inflasjon. Dette fordi lønnssetterne forhandler om hva de forventer at reallønnen vil bli. Perfekt forventede endringer i makroøkonomisk politikk vil overhodet ikke føre til et høyere aktivitetsnivå i økonomien, ei heller på kort sikt. Det finnes altså heller ingen kortsiktig stabil mulig avveining mellom inflasjon og arbeidsledighet. Det er umulig å flytte aktivitetsnivået i økonomien særlig lenge utover langsiktig likevekt. Når handlingsrommet for egen nasjonaløkonomisk politikk er betydelig redusert, faller også kostnadene ved en valutaunion.

Etter hvert som skadevirkningene av høy inflasjon ble allment akseptert utover 1970- og 1980-tallet, steg interessen for en europeisk felles valuta. Tavlas (1993) tenker seg at høyinflasjonsøkonomier kan erverve seg en lavinflasjonsøkonomis troverdige monetære regler ved inntreden i en valutaunion. Dette ved at valutaunionen erverver seg lavinflasjonsøkonomiens troverdige monetære politikk. Ved at egne nasjonale monetære institusjoner er avskaffet, vil det for høyinflasjonsøkonomiens lønnssettere være rasjonelt å forvente at unionens sentralbank ikke vil utligne de negative konsekvensene av overdrevne lønnskrav. "Svake" regjeringer kan ikke lenger forvente å bli bistått med depresieringer ved overdrevent nasjonal ekspansiv finanspolitikk (Tavlas 1993 og 1994, Mongelli 2002, De Grauwe 2005).

Friedman og Mundell (2001) diskuterer fordeler og ulemper ved inflasjonsmål og et valutakursmål. Viktige ting de er enige om og som har høy relevans i forhold til en valutaunion, er at land som deler valuta må ha stabilt lave inflasjonsrater og at en valutaunion må ha en stabil forankring. Et land som ikke fører en politikk som er konsistent med lav inflasjon kan ikke delta i en valutaunion. Om sentralbanken i unionen fører en for kontraktiv eller ekspansiv politikk, vil dette være svært uheldig for land i motsatt ende av konjunktur-

forløpet. Dette er en viktig erkjennelse for tidligere høyinflasjonsland, da EMU er utformet etter mønster av den sterkt anti-inflatoriske Bundesbank.

De reelle kostnadene ved en valutaunion kan bare beregnes om vi har klart for oss kostnadene ved et inflasjonsmål med flytende kurser. Disse kostnadene kommer i høy grad som en konsekvens av usikkerheten og risikoen ustabile valutakurser medfører. Mundell (2001) mener flytende kurser har gjort at lønns- og prisrigiditeter er blitt større over de siste tiårene. Lønns- og prisrigiditeter gjør at valutakursen overskyter den endelige valutakursen når uforventede sjokk med realvirkninger inntreffer. Videre er det slik at spekulasjon om framtidige valutakurser og virkningene av monetære sjokk, kan sende valutakursen langt vekk fra den kursen fundamentale forhold i økonomien skulle tilsi. Mundell (2001) mener valutakursvolatilitet avgjort reduserer internasjonal handel og investeringer.

Betalingsbalanseproblemene som rir fastkurssystemer endret karakter ved at den internasjonale kapitalmobiliteten økte på 1980- og 1990-tallet. Vedvarende negativ eller positiv handelsbalanse kunne skape betalingsbalansekriser på 1950- og 1960-tallet. Mens med økende kapitalmobilitet ble spekulasjonskrisene det dominerende problemet på starten av 1990-tallet. Kapitalmarkedsintegrasjon gjorde at den nominelle renten vanskelig kunne avvike fra forankringens rente særlig lenge. Deretter mente Walters (1992) og Friedman (2001) i motsetning til Mundell (2000, 2001) at integrasjonen i andre europeiske markeder var for dårlig til at inflasjonen i EMU-landene kunne være tilnærmet identisk. For land som opplever et asymmetrisk positivt sjokk vil forankringens rente i utgangspunktet være for lav. Dette blir forverret av at inflasjon gjør realrenten negativ for disse landene. Walters-kritikken ble tidlig neglisjert på grunn av at man som Mundell (1973b) og Dornbusch (1997) trodde at kapitalmarkedene effektivt ville identifisere land som overekspanderer, og således effektivt stoppe uheldig kostnadsvekst. Videre ble det antatt at rasjonelle aktører ikke hadde incentiv til å forårsake kostnadsbobler. Deflasjonsprosessen i etterkant ville være for tung til at lønnssettere, myndigheter, etc. kunne tillate seg denne (Rødseth 2000). Walters (1992b) og Friedman (2001) forklarer hvorfor denne rasjonalitets antagelsen ikke er så sterk allikevel. Landet som overekspanderer kan vite at andre deltakerland kommer til å ta deler av justeringskostnadene i etterkant av ekspansjonen. Dette kan dreie seg om for eksempel gjeldsreduksjoner eller statlige overføringer. Overskuddsland kan være villig til bevare unionen på denne måten så lenge de selv har økonomiske og politiske incentiver til dette. Walters (1992b) benytter Canada som eksempel. Quebec overekspanderer, mens Rest-Canada betaler for dette.

7. Litteratur:

- Arnold, L.G. (2002), 'Business Cycle Theory', Oxford University Press.
- Artis, M. (2008), 'What do we *now* know about currency unions?', *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*, Vol. 1, Nr. 1, s. 13-29.
- Claes, D.H. og Førland, T.E. (2004), 'Europeisk Integrasjon', Gyldendal Norsk Forlag.
- Corden, W.M. (1972), 'Monetary Integration, Essays in International Finance', *International Finance Section No. 93*, Princeton University, Department of Economics.
- De Grauwe, P. (2005), 'Economics of Monetary Union', Oxford, Sixth Edition.
- Dornbusch, R (1997), 'Fiscal Aspects of Monetary Integration', *The American Economic Review*, Vol. 87, Nr 2, s. 221-223.
- Dornbusch, R (2000), 'Robert A. Mundell's Nobel Memorial Prize', *The Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 102, Nr. 2, s. 199-210.
- Dornbusch, R (2001), 'The Chicago School in the 1960s', *Policy Options (Options Politiques)*, Mai 2001.
- Economist, (2011), Leaders: 'Austerity in southern Europe: Spain's cry of Pain', Europe: 'Spanish Politics: The unhappy Campers', *The Economist* 28/5-2011.
- Eichengreen, B og Temin, P (2010), 'Fetters of Gold and Paper', NBER Working Paper No. 16202.
- Emerson, M., D. Gros, A. Italianer, J. Pisani-Ferry, og H. Reichenbach (1992), "One Market, One Money: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union", Oxford; New York; Toronto and Melbourne, Oxford University Press.
- Feldstein, M. (1992), 'Europe's Monetary Union, the Case against EMU'. *The Economist*, 13 juni, 1992.
- Feldstein, M. (1997), 'EMU and International Conflict', *Foreign Affairs*, November/Desember 1997, Vol. 76, Nr. 6
- Frankel, J. og Rose, A. (1998), 'The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria', *Economic Journal*, 108(441).
- Friedman, M. (1953), 'The Case for Flexible Exchange Rates', i M. Friedman, *Essays in Positive Economics*, Chicago: University of Chicago Press, s. 157-203.
- Friedman, M og Mundell, R.A. (2001), 'One World, One Money?', *Policy Options (Options Politiques)*, Mai 2001.

Fleming, J.M. (1962), 'Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates'. *IMF Staff Papers*, vol. 9, nr. 3.: s. 369-379.

Fleming, J.M. (1971), 'On Exchange Rate Unification', *Economic Journal* 81, s. 467-481.

Irvin, G. (2006), 'Regaining Europe; An Economic Agenda for the 21st Century', Federal Trust for Education and Research, London.

Issing, O. (2006), 'Europe's hard fix: the Euro area', Springer-Verlag, Publisert online: 8. November 2006.

Johnson, H.G. (1969), 'The "Problems" Approach to International Monetary Reform', i Mundell og Swoboda, (eds.), *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago: University of Chicago Press.

Kenen, P.B. (1969), 'The Optimum Currency Area: An Eclectic View', i Mundell og Swoboda, (eds.), *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago: University of Chicago Press.

McKinnon, R.I. (1963), 'Optimum Currency Areas', *American Economic Review*, Vol. 52, s. 717-725.

McKinnon, R.I. (1994), 'A Common Monetary Standard or A Common Currency for Europe? Fiscal Lessons from the United States', *Scottish Journal of Political Economy*, Vol. 41, Nr. 4, s. 337-357.

McKinnon, R.I. (2010), 'Mundell Changed His Mind'. *Econ Journal Watch*, Vol. 7, Nr.1, s. 76-77.

Meade, J.E. (1957), 'The Balance of Payments Problems of a European Free-Trade Area', *Economic Journal*, 67.

Mongelli, F.P. (2002), "'New" Views on the Optimum Currency Area Theory: What is EMU telling us?', *ECB Working Paper Series*, no. 138, January.

Mork, K.A. (1993), 'Makro-Økonomi', *Bedriftsøkonomens Forlag*, Oslo.

Mundell, R.A. (1961), 'A Theory of Optimum Currency Areas', *American Economic Review*, Vol. 51, s. 657-665.

Mundell, R.A. (1963), 'Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates', *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, Vol. 29, Nr. 4, s. 475-485.

Mundell og Swoboda, (1969) (eds.), 'Summary of Discussion', *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago: University of Chicago Press.

Mundell, R.A. (1973a), 'Uncommon Arguments for Common Currencies', i H. Johnson og A. Swoboda, *The Economics of Common Currencies*, London: Allen & Unions, s 114-132.

Mundell, R.A. (1973b), 'A Plan for a European Currency', i H. Johnson og A. Swoboda, *The Economics of Common Currencies*, London: Allen & Unions, s 143-172.

Mundell, R.A. (1997), 'Currency Areas, Common Currencies, and EMU', *American Economic Review*, Vol. 87, Nr. 2, s. 214-216.

Mundell, R.A. (1999), 'Reconsideration of the Twentieth Century', Nobel Memorial Prize Lecture, 8. Desember Stockholm, Nobelprisens offisielle websider.

Mundell, R.A. (2000), 'Currency Areas, Exchange Rate Systems and International Monetary Reform', *Journal of Applied Economics* 2000, Vol. 3, Nr. 2, s. 217-256.

Obstfeld, M. og Rogoff, K. (1996), 'Foundations of International Macroeconomics', The MIT Press. Cambridge, Massachusetts.

Rødseth, A. (2000), 'Open Economy Macroeconomics', Cambridge.

Samuelson, P. A. og Solow, R. M. (1960), 'Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy', *The American Economic Review*, Vol. 50, Nr. 2, s. 177-194.

Scitovsky, T. (1958), 'The Theory of the Balance of Payments and the Problem of a Common European Currency', i T. Scitovsky, *Economic Theory and Western European Integration*. London: George Allen and Unwin.

Tavlas, G.S. (1993), 'The "New" Theory of Optimum Currency Areas', *The World Economy*, s. 663-685.

Tavlas, G. S. (1994), 'The Theory of Monetary Integration', *Open Economics Review*, Vol. 5, Nr. 2, s. 211-230.

Thatcher, M. (1995), 'The Downing Street Years', Harper Collins Publishers.

Tower, E. og T. Willet (1976), 'The Theory of Optimum Currency Areas and Exchange Rate Flexibility', International Finance Section No. 11, Princeton University, Department of Economics.

Walters, A. (1992), 'Britain and the Exchange Rate Mechanism', i P. Minford (eds), *The Cost of Europe*, Manchester University Press 1992.

Walters, A. (1992b), 'The Brussels Leviathan', i P. Minford (eds), *The Cost of Europe*, Manchester University Press 1992.

Willet, T.D. (2001), 'The OCA Approach to Exchange Rate Regimes: A Perspective on Recent Developments', Claremont Colleges Working Paper 2001-04.

